

Ciclo largo y sistema financiero: Crisis, contracción del crédito y ganancia

The long cycle and financial system: Crisis, credit contraction
and profit

Teresa Aguirre¹

Resumen

Los ciclos económicos y el sistema financiero se relacionan de diferentes maneras, una de las más destacadas que han analizado la relación entre el ciclo económico y finanzas, ha sido el estudio de las ondas largas o ciclos Kondratieff. Otra forma de análisis ha sido a través del ciclo monetario que conduce a las crisis financieras (Minsky y Kindleberger entre los más conocidos) y finalmente una manera distinta ha sido el estudio de las particularidades de cada ciclo de auge-frenesí financiero y declive. Este trabajo propone un breve recuento de cómo se ha analizado la relación: capital productivo y financiero en las ondas largas, a través del planteamiento de tres de tres autores que han marcado hitos en el análisis: Nikolai Kondratieff, Ernest Mandel y Carlota Pérez. Nuestro objetivo es indagar sobre una pregunta central que se hace de manera reiterada: ¿por qué a pesar de la revolución científico-técnica basada en la informática, con el desarrollo de la robótica, cibernética, biotecnología y nanotecnología, no se ha logrado una etapa de crecimiento sólida y sostenida que dé lugar a una etapa expansiva.

Palabras clave: ciclo largo, sistema financiero, crisis, ganancia

Abstract

Economic cycles and the financial system are related in different ways, one of the most outstanding that have analyzed the relationship between the economic cycle and finance, has been the study of long waves or Kondratieff cycles. Another form of analysis has been through the monetary cycle that leads to financial crises (Minsky and Kindleberger among the best known) and finally a different way has been the study of the particularities of each

¹ Profesora Titular T.C. de la DEP-FE, UNAM. Esta investigación se realizó en el marco del Seminario de Economía Financiera y el proyecto Papiit, IN309816, Cambios en el capitalismo contemporáneo. Relaciones entre el sistema productivo y financiero. Una perspectiva histórica

cycle of boom-financial frenzy and decline. This paper proposes a brief account of how the relationship was analyzed: productive and financial capital in the long waves, through the approach of three of three authors who have marked milestones in the analysis: Nikolai Kondratieff, Ernest Mandel and Carlota Pérez. Our objective is to investigate a central question that is repeatedly asked: why, despite the scientific-technical revolution based on information technology, with the development of robotics, cybernetics, biotechnology and nanotechnology, a stage has not been achieved of solid and sustained growth leading to an expansionary stage.

Keywords: long cycle, financial system, crisis, profit

Introducción

Las sucesivas crisis económico-financieras desde 1973 cambiaron la correlación de fuerzas en favor del capital, al punto que hoy crece más la productividad que los salarios. A nivel mundial el monto de capital-crédito y liquidez siguen en aumento y llegan a cifras estratosféricas que nunca antes se habían registrado, a la aparente destrucción creativa de riqueza que lleva consigo cada crisis, pareciera sucederle un reforzamiento del capital financiero que genera nuevos productos, nuevas dinámicas y nuevos agentes. ¿Cómo se mantienen estos montos crecientes de capital financiero, absorbiendo rentas crecientes? Y ¿por qué se mantiene el dominio del capital financiero, a pesar de las sucesivas crisis que en teoría debían haber conducido a su debilidad? ¿Cuáles son las nuevas formas de dominio financiero y mecanismos de fortalecimiento y reproducción?

Ondas largas: capital productivo y capital financiero

En su obra Nikolai Kondratieff analizó el comportamiento de variables “reales” y algunas variables monetario-financieras: producción de hierro y plomo, producción y consumo de carbón, comercio exterior, salarios, precios de las mercancías en oro y tasas de interés, depósitos y cotizaciones bursátiles. Además de encontrar un comportamiento cíclico de la economía que constituía

ondas largas (de 50 a 60 años de duración) divididas en dos fases, una de ascenso o auge (A) y otra de depresión (B), constató que las cotizaciones bursátiles tenían un sentido opuesto a las variables de producción y comercio.

Tabla 1 Resumen ciclo Kondratieff						
	Cotización val. renta fija	Tasa de interés	precios mercancías	salarios	Comercio Exterior	Producción y consumo hierro y carbón
1er. ciclo largo: 1780-1845						
1780-90-- 1810-17	baja	sube	ascenso	ascenso		
1810-17-- 1844-51	subida	baja	descenso	descenso		descenso
2º ciclo largo: 1845-1896						
1845-51-- 1870-75	baja	sube	ascenso	ascenso	ascenso	ascenso
1870-75-- 1890-96	subida	baja	descenso	descenso	descenso	descenso
3er. ciclo largo 1896-						
1890-96-- 1914-20	baja	sube	ascenso	ascenso	ascenso	ascenso
1814-20-???	subida	baja	descenso	descenso	descenso	descenso

Kondratieff no estableció líneas de causalidad, ni del origen, auge o depresión que dan lugar a esas ondas largas, pues como él mismo concluye su ensayo:

“Al afirmar la existencia de los ciclos largos y negar que estos sean de origen accidental, creemos al mismo tiempo, que nacen de causas radicantes en la esencia de la economía capitalista. Lo que nos induce, lógicamente a inquirir la naturaleza de estas causas. Reconocemos plenamente la dificultad, así como la gran importancia de esta cuestión; sin embargo este ensayo no se propone iniciar la construcción de una teoría propiamente dicha de los ciclos largos.” (Kondratieff 1979: 66-67).

Al finalizar los años setenta Ernest Mandel, asoció las ondas largas con la tendencia decreciente de la tasa de ganancia: Al igual que

Kondratieff distingue en una onda larga una fase ascendente, de revolución industrial, donde la tasa de ganancia aumenta y una fase descendente donde se agota el ciclo productivo, el ciclo de acumulación de capital por un descenso de la tasa media de ganancia y en la tasa de plusvalor. Para Mandel las ondas largas no sólo representan altibajos en las tasas de crecimiento de la economía capitalista, sino que “vienen a ser periodos históricos” que resume de la siguiente manera:

Tabla 2 Resumen ciclo Mandel	
1.- 1789-1848: revoluciones industrial y burguesas, guerras napoleónicas y constitución del mercado mundial	fase ascendente: 1789-1815/25 fase descendente: 1826- 1848
2.- 1848-1893: periodo de capitalismo industrial de "libre competencia"	fase ascendente: 1848-1873 fase descendente: 1873-1893
3.- 1893-1913: apogeo del imperialismo y del capital financiero clásico:	fase ascendente: 1893-1913
4.- 1914-1940: inicio de la época de declive del capitalismo, guerras imperialistas, revoluciones y contrarrevoluciones	fase descendente: 1914-1940
5.- 1940/48-?: capitalismo tardío	fase ascendente 1940/48-1967 fase descendente 1968-?

A diferencia de Kondratieff, para Mandel las ondas largas podían tener una durabilidad variable y si bien los descensos podían encontrar su plena explicación en las contradicciones propias del régimen de acumulación capitalista que conduce en el mediano plazo a una tasa descendente de la ganancia, el punto de inflexión del descenso al ascenso y el ascenso mismo no estaban garantizados por revoluciones tecnológicas, los factores extraeconómicos desempeñan un papel clave en la explicación del ascenso de la tasa media de ganancia:

“... La lógica interna de las leyes de movimiento capitalista pueden explicar la *naturaleza acumulativa de cada onda larga*, una vez

iniciada y aunque también puede explicar la transición de una onda larga expansiva a una onda larga de estancamiento, no puede explicar el paso de ésta última a la primera... solo puede entenderse si se consideran todas las formas concretas de desarrollo capitalista en un medio determinado... y estas entrañan toda una serie de factores extraeconómicos como guerras, ampliación y contracción del ámbito de actuación del capital, competencia intercapitalista, lucha de clases, revoluciones y contrarrevoluciones, etc. [se requieren] cambios radicales del medio general, social y geográfico en que opera el modo de producción capitalista...” (Mandel, 1980: 18-19).

Para Mandel la fase descendente podía explicarse por un aumento en la composición orgánica de capital (mayor mecanización, menos trabajo vivo, que tiende a reducir la tasa media de plusvalor) y una tendencia decreciente de la tasa media de ganancia, lo que conduce a una desproporción entre capital real y potencial, por las expectativas de ganancia, haciendo crecer el capital dinerario o líquido, que se refugia en la esfera financiera. Se registra así una sobreproducción relativa de excedente o plusvalor que no encuentra espacios de valorización y al mismo tiempo un subconsumo por los menores niveles de producción, empleo y empobrecimiento relativo de trabajadores.

Para Mandel las crisis no representan una “destrucción creativa” de capital como para Schumpeter, la revolución tecnológica *genera rentas tecnológicas* para los sectores industriales avanzados, y que producen con una productividad por encima de la productividad *media* del trabajo que determina el valor de las mercancías. Las rentas tecnológicas tienden a elevar la tasa media de ganancia y no se realizan a expensas de las menos productivas. Se trata de periodos en los que los salarios crecen menos de prisa que la productividad, de tal manera que la tasa de plusvalor continua aumentando a pesar de la subida de los salarios reales. Para Mandel la disponibilidad de capital para relanzar el ciclo económico a su fase ascendente se encuentra en las reservas de capital dinerario, recién acumulados en el periodo precedente y que

no fueron invertidos de forma productiva: “...los cuales ahora se suman a fuertes incrementos del plusvalor producido y acumulado en régimen normal para hacer posible un fuerte incremento de la tasa de acumulación de capital productivo (en otras palabras de la inversión productiva)” (Mandel, 1980: 22)

Y si bien la innovación y disponibilidad de capitales para incentivar la producción constituyen los elementos económicos indispensables para relanzar el crecimiento no son suficientes. “...los repentinos puntos de inflexión ascendentes no pueden explicarse sobre todo por medio de causas económicas endógenas... por ello no puede existir ninguna simetría mecánica entre la longitud del ciclo industrial y la longitud de la onda larga... marcados ascensos a largo plazo de la tasa media de ganancia sólo pueden explicarse en última instancia a través de cambios en el medio social en que se desenvuelve el capitalismo... Una vez que se haya iniciado el ascenso mediante un fuerte incremento de la tasa de ganancia, la revolución tecnológica se autoalimenta” (Mandel, Ídem. 26).

Entre los factores extraeconómicos a los que Mandel asigna un papel significativo para la creación de un medio social y geográfico que permita relanzar la acumulación se encuentra la competencia intercapitalista e interimperialista y sus espacios de influencia: distribución de los mercados, abasto de materias primas, distribución del excedente. Esto es, la capacidad de ampliación de los ámbitos de valorización y realización del capital, lo que si bien pasa por confrontaciones interimperialistas (lo que puede incluir la redefinición de hegemonías) y por la lucha entre capital y trabajo, Mandel pierde de vista que la relación con el exterior, con el resto del mundo, no se limita al comercio-circulación-de mercancías y al poder político militar, sino también al poder que simboliza la *moneda fuerte- y el crédito basado en ella*. Para Mandel la posibilidad de “desmonetizar” el oro, al defender la idea de que el “dinero crediticio” (crédito bancario)

representa “dinero real” por lo que puede desempeñar la misma función que el oro... se encuentra en total contradicción con la teoría de valor trabajo como sustancia de valor de Marx” (Mandel id: 32) Pareciera que en este sentido que Mandel deja de lado la perspectiva del propio Marx sobre el dinero y sobre el dinero-crédito:

“El dinero es precisamente la forma en que se esfuman las diferencias entre las mercancías como valores de uso y también, por tanto, las diferencias entre los capitales industriales y sus condiciones de producción; es la forma en que existe el valor –y aquí el capital— como valor de cambio independiente” (El capital, Tomo III, p.375.)

Para Marx el dinero es la mercancía universal, que representante de todas las mercancías, equivalente general, y el dinero-crédito permite el desarrollo pleno de la sociedad capitalista, sobre este aspecto volvemos más adelante.

Por su parte Carlota Pérez (2004) señala “Revoluciones tecnológicas y capital financiero. La dinámica de las grandes burbujas financieras y las épocas de bonanzas”, retoma los ciclos largos y al igual que Kondratieff considera que existe un ciclo inverso entre ciclo productivo y ciclo financiero, incorpora la innovación -Schumpeter- y las revoluciones científico técnicas, en particular el desarrollo de un nuevo paradigma técnico-económico como causa del desarrollo: “Una oleada de desarrollo se define aquí como el proceso mediante el cual una revolución tecnológica y su paradigma se propagan en toda la economía, trayendo consigo cambios estructurales en la producción, distribución comunicaciones y consumo, así como cambios cualitativos profundos en la sociedad” (C. Pérez, 2004: 46).

Pérez retoma de Sombart y Schumpeter la idea de “destrucción creadora”, con otras características también presente en Marx y considera que los cambios de rumbo de la acumulación pueden representar ventanas de oportunidad “para adelantarse (*forging*

ahead) y dar alcance (*catching up*) en la carrera del desarrollo”, pero el peso de la inercia también puede conducir a retrocesos (*falling behind*) por tanto la sustitución de un paradigma *tecnicoeconómico* no es un proceso lineal sino aparentemente caótico, “la capacidad para llevar a cabo cambios estructurales en la dirección más ventajosa es una habilidad societal muy valiosa para alcanzar el desarrollo... El papel del capital financiero es determinante para habilitar los inmensos cambios de rumbo en las inversiones requeridas en cada revolución” (C. Pérez, 2004: 47).

Pérez también diferencia la onda larga, determinada por el ciclo de vida del paradigma *tecnicoeconómico* en torno a cincuenta años, en dos fases: **Instalación** y **Despliegue**, mediadas por intervalo de reacomodo, pero a diferencia de los autores anteriores, observa como estas fases se pueden superponer. Diferencia en cada una de estas dos fases dos etapas en la primera, luego del “Big Bang” definido como la irrupción de una constelación de innovaciones, impulsadas por un producto o una industria que dan lugar al inicio de la revolución tecnológica, con un crecimiento explosivo de la innovación y de las industrias recién creadas, configurando el nuevo paradigma *tecnicoeconómico*. “La fase dos corresponde a la rápida difusión del paradigma, con el florecimiento de las nuevas industrias, sistemas tecnológicos e infraestructuras con enormes inversiones y ampliación de los mercados. El rápido crecimiento continúa en la fase tres con el **despliegue** total del paradigma a lo largo y ancho de toda la estructura productiva. La fase cuatro corresponde a la llegada de la madurez. En cierto punto, el potencial de la revolución comienza a encontrar límites... las industrias núcleo motores del crecimiento, comienzan a enfrentar la saturación del mercado y retornos decrecientes de la inversión en innovación tecnológica, esto anuncia el agotamiento gradual del dinamismo de toda la revolución” (C. Pérez, 2004: 58-59).

Tabla 3 Ciclo ondas largas (Carlota Pérez)						
Periodos de instalación y despliegue de cada oleada de desarrollo.						
Gran Oleada	Revolución tecno. País núcleo	INSTALACION		Reacomodo	DESPLIEGUE	
		Irrupción	Frenesí		Sinergia	madurez
1 ^a	Revolución industrial. Inglaterra	1771 (setentas e inicio de ochentas)	fines ochentas inicio noventas	1793-1797	1798-1812	1813-1829
2 ^a	Máquina de vapor y ferrocarriles (E-USA)	1829- (treintas)	década cuarentas	1848-1850	1850-1857	1857-1873
3 ^a	acero ing. Pesada USA-Alemania	1875-1884	1884-1893	1893-1895	1895-1907	1908-1918*
4 ^a	Petróleo, automóvil, prod. en masa (USA)	1908-1920*	1920-1929	1929-1933; 1929-1943	1943-1959	1960-1974*
5 ^a	Informática y telecomunicaciones (USA a Europa y Asia)	1971-1987*	1987-2001	2001-??	20??	

* Obsérvese el traslapamiento de las fases entre oleadas sucesivas.

La primacía que otorga Pérez a la revolución tecnológica como determinante del auge le conduce a colocar al capital financiero en un papel subordinado, dependiendo del ciclo productivo. Si bien destaca que puede generar resistencias, estas vencidas cuando estallan las burbujas especulativas surgidas en la etapa de frenesí y den paso a una nueva reglamentación y ordenamiento institucional (reacomodo) que genere el despliegue pleno del nuevo paradigma en toda la economía y a escala planetaria.

Para Pérez el capital financiero (de papel) representa los criterios y comportamiento de los agentes que poseen riqueza bajo la forma dinero u otros valores de papel: depósitos, acciones, bonos futuros, derivados, diamantes o cualquier otra cosa. Pueden recibir intereses, dividendos o ganancias de capital, pero al final, cualquiera que sea el medio utilizado, el propósito continúa siendo *tener riqueza en forma de dinero (líquido o cuasilíquido)* y hacerlo crecer. Otros intermediarios suministran información, ejecutan los contratos, pero todos tienen el objetivo y “función de *hacer dinero con dinero*”:

En esencia, el capital financiero sirve como agente de reasignación de recursos y redistribución de riqueza. En contraste el término capital productivo englobará las motivaciones y comportamiento de los agentes que generan riqueza “nueva”, produciendo bienes y servicios (incluyendo transporte, comercio y otras actividades habilitadoras). Por definición analítica esos agentes hacen esto con dinero prestado del capital financiero y luego comparten la riqueza generada... para el capital productivo el conocimiento del producto, los procesos y los mercados son base del éxito potencial... tiene su raíz en un área de competencia incluso en una región geográfica” (C.Pérez, 2004:106-107).

Según Pérez la tarea principal para el éxito del capital financiero es evitar el riesgo, “errabundo por naturaleza huye del peligro... es una ironía que al tratarse de un cambio radical, el capital productivo establecido pueda volverse conservador y sea entonces capital financiero” (ídem:107) pero cuando empiezan a surgir innovaciones, según Pérez, “el capital financiero inicia una apasionada relación con el capital productivo emergente... hay ‘dinero ocioso’ en busca de usos rentables... el papel del capital financiero en este periodo es ayudar a difundir la revolución, facilita el movimiento de inversión hacia una nueva cepa de emprendedores tecnológicos.” (ídem.:108).

El viejo capital productivo con ganancias poco atractivas huye de estos sectores y se vuelve capital financiero que se hace altamente innovador: “préstamos a países remotos, esquemas en pirámide, absorciones hostiles derivados, a lo que sea”, el capital financiero pareciera prosperar por sí solo iniciando un desacoplamiento con el capital productivo. Aunque la innovación del nuevo paradigma, según Pérez, genera vastas oportunidades de inversión, nuevas infraestructuras que facilitan otras innovaciones relacionadas:

“el capital financiero genera un poderoso imán para atraer la inversión hacia nuevas áreas, acelerando en consecuencia el enraizamiento del paradigma en lo que se convierte en la ‘nueva economía’. El capital financiero actúa, entonces, como agente de un masivo proceso de destrucción creadora... El capital financiero reina arrogante y los agentes del capital productivo no tienen otra alternativa que adaptarse a las nuevas reglas; algunos con gusto otros con horror... se pierde la noción del valor real de cualquier cosa. Aparece una incontrolable inflación de activos mientras las deudas crecen hasta niveles imprudentes, muchas de ellas para participar en el casino. Aumenta la vasta desproporción entre riqueza de papel y riqueza real, entre ganancias o dividendos reales y las ganancias de capital. Pero la ilusión no puede durar para siempre y estas tensiones terminan por colapsar” (ídem: 110-111)

El colapso marca el final de la etapa de frenesí y “reacopla los valores de papel con los valores reales... trae al renuente capital financiero de nuevo a la realidad... se establecen o generalizan diversos tipos de regulaciones, en particular las que ponen orden en el comportamiento del capital financiero y tienden a restablecer las condiciones apropiadas con el capital productivo.” (ídem:111). Para Pérez el colapso conduce a un reajuste institucional que impulsará la salida de la situación recesiva, su esquema determinístico en el origen de la crisis -agotamiento del paradigma tecnológico- lo es también en la salida de la crisis: surgimiento y despliegue de un nuevo paradigma tecnológico, su orientación

dependerá de la capacidad social y política para canalizar los cambios institucionales en la generación de “verdadera riqueza.”

Carlota Pérez sigue a Kindleberger, en la descripción de las crisis financieras y toma de él las referencias históricas de las modalidades que adquieren éstas, pero deja de lado la advertencia de Kindleberger sobre los cambios en el capitalismo desde fines de los años sesenta, algunos ya teorizados por Minsky, en su hipótesis de *inestabilidad financiera*, que explica cómo los inversionistas no financieros acuden al endeudamiento para obtener mayor liquidez y mayores ganancias; la necesidad de recurrir a mayores niveles de endeudamiento los hacen pasar de posiciones cubiertas -cuando los flujos de ingresos les permiten pagar los flujos de deuda: intereses y capital-; ante crecientes ganancias se tiende a pasar a posiciones especulativas -cuando los flujos de ingresos no son suficientes para cubrir los vencimientos de deuda: capital e intereses- y finalmente, cualquier cambio no provisto en los flujos de ingreso los lleva a posiciones o a finanzas Ponzi: cuando los flujos de ingreso de la empresa no son suficientes para pagar todos los intereses de la deuda y se tiene que recurrir a nuevas deudas para cubrirlos. Queda claro que el capital productivo, en épocas de auge tiende al endeudamiento, creando inestabilidad financiera.

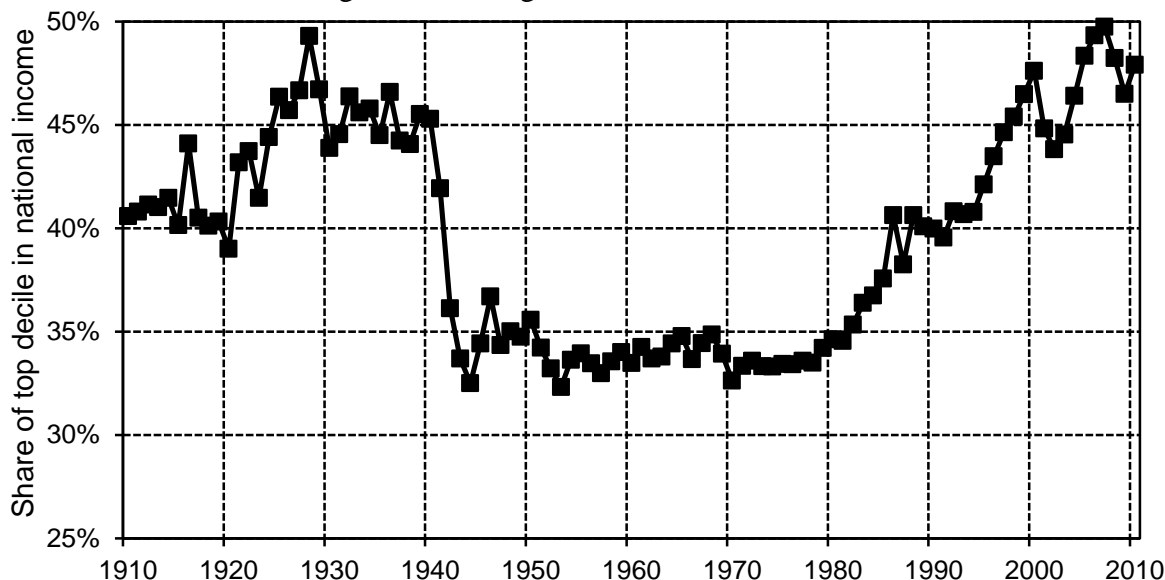
Pérez también deja de lado, otra preocupación de Kindleberger. El papel del prestamista de última instancia nacional y/o internacional y su incidencia en las directrices que deben guiar la arquitectura financiera internacional, a quién y cómo se rescata y sobre que principios y reformas, ello incide en la fortaleza o debilitamiento de los agentes económicos y en su posicionamiento para incidir en las normas, reglamentos y reformas y su implementación para modificar o no el marco institucional y condiciones posteriores que permiten o no el relanzamiento de la economía. De esta manera, tanto las formas históricas que asume el capital financiero, sus mecanismos de reproducción y su incidencia en el capital

productivo, no es para nada un proceso automático y subordinado al funcionamiento y dinámica del capital productivo o de la innovación, aun en medio de una revolución tecnológica y con la implantación de un nuevo paradigma. La relación entre crédito y producción es bilateral una afecta a la otra, pero ambas tienen relativa autonomía, no basta con una buena política monetaria para “normalizar el crédito y devolverlo a la producción” ni para redefinir las relaciones con el exterior: balanza comercial y de pagos. Las condiciones favorables a la acumulación no se reestablecen por sí solas, se requiere de acumulación de fuerzas en un sentido alternativo para aglutinar a los menos favorecidos por el desempeño económico, en un proyecto político de transformación económico-social, que genere menos exclusión y un crecimiento sostenido.

Hoy resulta claro que desde los años setenta no se ha podido generar un crecimiento sólido y sostenido que mejore las condiciones de vida de la población, es decir, crecimiento y equidad. Por el contrario el tipo de crecimiento impulsado ha generado mayor concentración del ingreso y desigualdad entre los países y al interior de los mismos, la convergencia que prometía la globalización se ha revelado como una quimera y la inestabilidad con ciclos cortos de auge rápidamente dan lugar a nuevas crisis, que afirman el dominio del capital financiero (Cf. Gráficas 1 y 2). La financiarización entendida como el régimen de acumulación guiado por el capital financiero se ha fortalecido y con ello ha aumentado el poder de los financistas en los Estados nacionales y en las instituciones multilaterales, son éstos los que definen los contenidos del pensamiento dominante y con ello las medidas de política económica ¿cómo se realiza este proceso, a través de qué mecanismos, que aparecen como técnicamente necesarios? No es para nada obvio el porqué de ésta situación, no existe consenso explicativo de este desempeño ni tampoco existe claridad en opciones para revertirlo. Creemos que el análisis tanto de la esfera

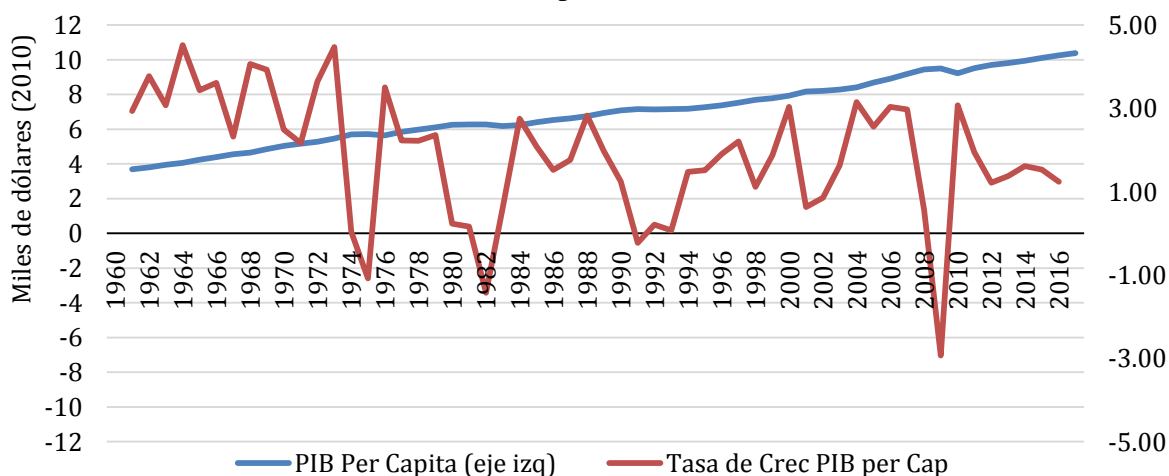
financiera y productiva y su mutua influencia pueden abrir vetas de análisis que permitan situar de mejor manera los problemas y retos que se enfrentan y surgen de cambios profundos de la esfera productiva y financiera.

Grafica 1 desigualdad del ingreso en Estados Unidos, 1910-2010



The top decile share in U.S. national income dropped from 45-50% in the 1910s-1920s to less than 35% in the 1950s (this is the fall documented by Kuznets); it then rose from less than 35% in the 1970s to 45-50% in the 2000s-2010s. Sources and series: see piketty.pse.ens.fr/capital21c.

Gráfica 2 PIB per capita mundial (dolares constantes 2010) y tasa de crecimiento prom. anual 1960-2016



En la década de 1960, el descenso de la tasa de ganancia, el aumento de la liquidez tras los choques petroleros, y el surgimiento del mercado de eurodólares, no condujo en un primer momento a la propagación del paradigma informático, lo que se registró fue un periodo de estanflación, las corporaciones inician la reducción de operaciones, lo que condujo a la orientación de “flujos líquidos” de crédito a los países del tercer mundo, se orientaron buena parte de los fondos de los principales bancos estadounidenses a América Latina (Cuadro1). Inicia lo que Varoufakis caracteriza como el “Minotauro Global”, Estados Unidos deja de reciclar sus excedentes y empieza a recaudarlos de otras economías, a través de la deuda y de su balanza comercial deficitaria, con emisión creciente de dólares que se colocan el mercado mundial.

Cuadro 1							
Mayores bancos de USA con Préstamos en América latina:							
Exposición como % del capital. Fines de 1982							
	Argentina	Brasil	México	Venezuela	Chile	Total % capital	Capital (millones dólares)
Citibank	18.2	73.5	54.6	18.2	10.0	174.5	5,989
Bank of America	10.2	47.9	52.1	41.7	6.3	158.2	4,799
Chase Manhattan	21.3	56.9	40.0	24.0	11.8	154.0	4,221
Morgan Guaranty	24.4	54.3	34.8	17.5	9.7	140.7	3,107
Manufacturers Hanover	47.5	77.7	66.7	42.4	28.4	262.8	2,592
Chemical	14.9	52.0	60.0	28.0	14.8	169.7	2,499
Continental Illinois	17.8	22.9	32.4	21.6	12.8	107.5	2,143
Bankers Trust	13.2	46.2	46.2	25.1	10.6	141.2	1,895

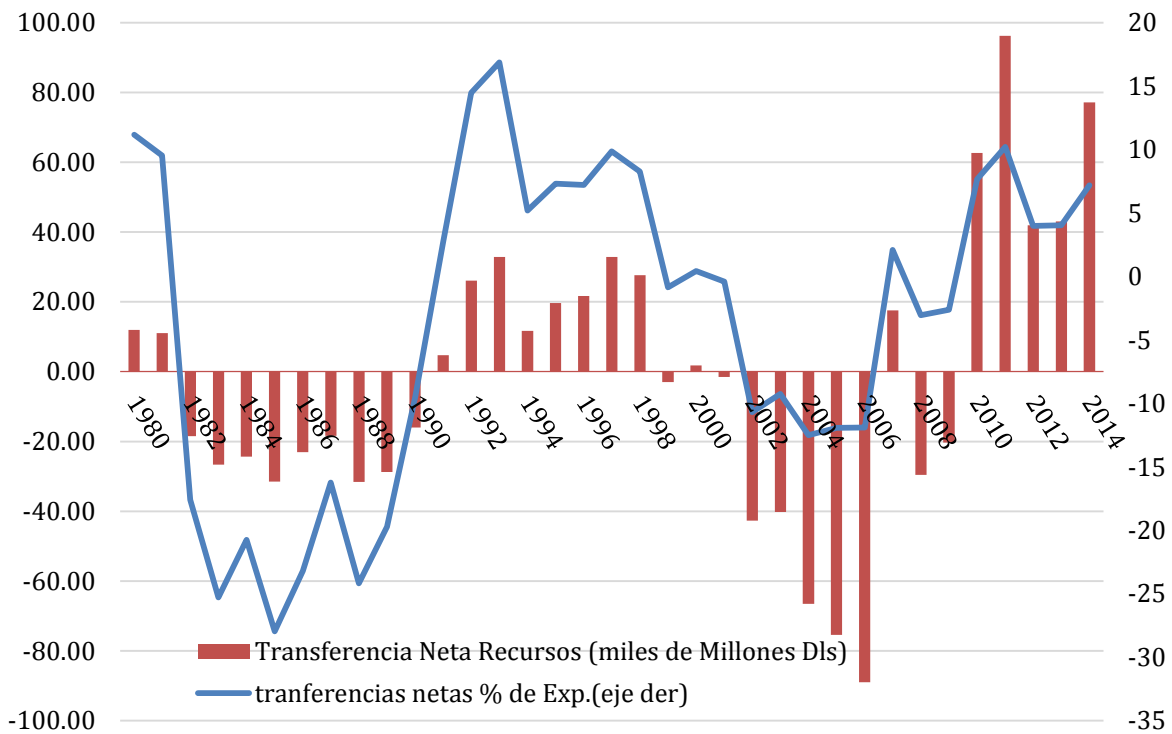
First National Chicago	14.5	40.6	50.1	17.4	11.6	134.2	1,725
Security Pacific	10.4	29.1	31.2	4.5	7.4	82.5	1,684
Wells Fargo	8.3	40.7	51.0	20.4	6.2	126.6	1,201
Crocker National	38.1	57.3	51.2	22.8	26.5	196.0	1,151
First Interstate	6.9	43.9	63.0	18.5	3.7	136.0	1,080
Marine Midland	n.a.	47.8	28.3	29.2	n.a.	n.a.	1,074
Mellon	n.a.	35.3	41.1	17.6	n.a.	n.a.	1,024
Irving Trust	21.6	38.7	34.1	50.2	n.a.	n.a.	996
First National Boston	n.a.	23.1	28.1	n.a.	n.a.	n.a.	800
Inter-first Dallas	5.1	10.2	30.1	1.3	2.5	49.2	787
Fuente: William Cline (1995) International debt Reexamined, Washington Institute for International Economics, Washington D.C. p. 24							

En los años ochenta con el incremento de las tasas de interés en Estados Unidos, se produce la crisis de deuda en América Latina: México, Brasil, Argentina, y otros diez países en vías de desarrollo incumplieron los pagos de préstamos por 800 mil millones de dólares (mmdd), y desde América Latina se hicieron transferencias netas al exterior por un monto cercano a los 220, mmdd, entre 1984 y 1990 según la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) (Gráfica 3). En las economías desarrolladas las fusiones y absorciones hostiles conducen a una centralización de capital y a una redefinición de la relación capital-trabajo. Es la etapa en que se reestructuran las empresas con el despido masivo de trabajadores de cuello azul, bajo el argumento de *racionalizar* el funcionamiento operativo de las empresas.

En la década de los años noventa la competencia entre corporaciones e instituciones bancarias y financieras se exacerbo.

Las crisis fueron dejando a algunos países fuera de juego: en el primer lustro incluyó a Japón y a los países nórdicos: Finlandia, Noruega y Suecia. En el segundo lustro la crisis producto de la globalización -propagación de activos- salta a los países emergentes. Se inaugura en diciembre de 1994 con la crisis Mexicana y se expande a Asia a mediados de 1997, Tailandia, Malasia e Indonesia y fueron seguidos por Corea del Sur, Rusia, Brasil y al iniciar el siglo XXI, Argentina, Uruguay y Paraguay. Los acuerdos de libre comercio como el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN, 1994), Tratado de Maastricht (1993), Mercosur (1991-1995), junto a las crisis nuevamente generaron excedentes netos hacia los centros financieros internacionales. América Latina realizó transferencias netas al exterior por poco más de 365 mmd.

Gráfica 3. América Latina: transferencia neta de recursos al exterior (miles de millones de dls) y como % de Exportaciones



Fuente: elaboración propia datos Cepalstat

Cuadro 2			
América Latina. Transferencia neta de recursos			
(mmdd)			
1982	-18.51	2001	-1.56
1983	-26.62	2002	-42.69
1984	-24.37	2003	-40.21
1985	-31.52	2004	-66.48
1986	-23.03	2005	-75.38
1987	-18.40	2006	-89.01
1988	-31.58	2008	-29.59
1989	-28.75	2009	-20.30
1990	-15.99		-365.21
	-218.76		
Fuente. Elaboración propia (datos de CEPAL- CEPALSTAT)			

Los mercados de valores desarrollados en la década de 1990, el capital financiero sometió al capital productivo, ambos fusionados, mezclados, funcionan bajo el lema “crear y distribuir”, crear activos y distribuir los riesgos y ambos actúan para "maximizar el valor para los accionistas" (Maximize Shareholder Value MSV) para generar la ganancia de acciones (Earnings Per Share, EPS). Hoy las grandes corporaciones transnacionales son al mismo tiempo entidades productivas y financieras, su valorización no depende solo de lo que producen sino del precio que cotizan sus acciones, y al igual que las acciones bursátiles su precio está definido por el mercado: compras y recompras (apalancadas o no) que se revisan trimestralmente para asegurar su incremento antes de someter los informes a la bolsa, como lo ha demostrado al detalle Lazonick; los

dirigentes de estas corporaciones saben más de finanzas que del producto que fabrican, de hecho pueden no tener conocimiento del proceso del producto, ello ha llevado:

“al cambio en la asignación de recursos corporativo que conduce a ‘*disminuir y distribuir*’, régimen en el que los ejecutivos corporativos buscan oportunidades para reducir el tamaño de la fuerza laboral y la distribución de utilidades para los intereses financieros... Entre 2003 y 2012, 449 de las 500 empresas S&P usan 54% de los ingresos que generan, 2.4 billones de dólares (bdd), en la recompra de sus propios valores, casi todos a través de mercado abierto. Los dividendos absorben 37% de los ingresos adicionales, de esta manera los beneficios mantuvieron escasa relación y orientación a la inversión en capacidades productivas o en mayores ingresos para trabajadores y empleados leales... En 2012, en las declaraciones de ingresos de los ejecutivos mejor pagados del S&P 500 fueron declarados 24.4 millones de dólares (mdd), 52% promedio de la remuneración, procedente de opciones de compra de acciones y otro 26% por adjudicación de acciones, (78% vinculado a acciones). Un amplio porcentaje del pago basado en acciones, beneficia a los altos ejecutivos corporativos y éstos procuran el aumento en los precios de las acciones, aunque ello se traduce en una mejoría del nivel de vida de la población. En Estados Unidos es difícil lograr un crecimiento económico con distribución equitativa de los ingresos y oportunidades de empleo estables... ‘*reducir*’ el tamaño de la empresa y ‘*distribuir*’ las ganancias, por la valorización de las acciones como régimen de asignación de recursos contribuye a la inestabilidad del empleo e inequidad en la distribución de los ingresos (Lazonick, 2014).

Las magnitudes de recompras de acciones y reparto de dividendos ha reducido, según Lazonick, la capacidad de las corporaciones estadounidenses para invertir en desarrollo e innovación, así como para invertir en innovaciones. La mayor parte del ingreso neto va a recompras de acciones y reparto de dividendos (Cuadro 3 y Anexo 1).

Cuadro 3						
Recompras (RP), Dividendos (DV) como % de los ingresos netos (IN) en diez mayores empresas recompradoras de acciones. 2003-2012						
Nombre Compañía	IN *	RP*	DV	% RP/IN	% DV/IN	% (RP*D ^V)/IN
EXXON MOBIL	347	207	80	60	23	83
MICROSOFT	148	114	71	77	48	125
IBM	117	107	23	91	20	111
CISCO SYSTEMS	64	75	2	118	3	121
PROCTER & GAMBLE	93	66	42	71	46	116
HEWLETT-PACKARD	41	64	9	155	21	177
WAL-MART STORES	134	62	35	46	27	73
INTEL	79	60	27	76	34	109
PFIZER	84	59	63	71	75	146
GENERAL ELECTRIC	165	45	87	28	53	81
* Billones (miles de millones) dólares Tomado de W. Lazonick, 2014, p.11						

Este comportamiento de las empresas no financieras quizá ayuda a explicar la paradoja de Solow, quien afirmaba que era visible la era de los ordenadores excepto en los niveles de estadísticas de productividad, hoy sabemos que el aumento de la productividad, se debe más a la disminución más rápida del empleo y reducción de los costos de la mano de obra, que al aumento debido a la productividad técnica del capital, propiamente a la innovación. A las recompras se suman fusiones y absorciones que han fortalecido a las grandes corporaciones en muchas ramas económicas; son

entre 5 y 10 de esas corporaciones que controlan la producción, venta y consumo hasta 70 u 80%. Hoy día 80% del comercio mundial es realizado por corporaciones transnacionales (CT) y entre el 25% y un tercio de este se realiza entrafirma (UNCTAD, 2013).

A partir de los años ochenta, las corporaciones transnacionales (CT) ha modificado profundamente su comportamiento y transformó a los grandes grupos industriales en un componente del capital financiero... estructuran la producción mundial sobre una nueva división internacional del trabajo a partir de las cadenas de valor mundial (CVM) e internalizan al seno de su propio espacio la circulación internacional de una gran parte de sus flujos comerciales y financieros, eludiendo los débiles controles ejercidos por los estados (Serfati, 2016).

La internalización de las funciones de la banca e instituciones financieras no sólo les amplía su capacidad de autofinanciamiento, a través de la emisión de acciones, manejo de divisas y flujos de efectivo -la Unctad estimaba en cerca de 4 bdd el cash flow retenido por las CT a finales de 2014 (UNCTAD, 2015)- sino que ello les ha permitido aumentar aún más su capacidad de centralización y concentración de la riqueza.

“...la ‘globalización’ le permitió a los grandes grupos desplegar sus estrategias de valorización del capital combinando de manera inseparable la ganancia de las empresas (nacidas de la actividad de producción y distribución) y las ganancias financiero-rentistas... La acumulación y la circulación financiera organizada por la dirección de los grupos en el interior de su espacio mundial descansa particularmente sobre aquello que se puede llamar el ‘tríptico-opaco’: precios de transferencia/intercambio de servicios/centros extraterritoriales (‘paraísos fiscales’) cerca del 70% de las ‘ganancias-transferidas’ destinadas a disminuir el pago de impuestos, provienen de la práctica conjunta de precios de transferencia y estrategias en materia de propiedad intelectual” (European Commission, 2015,23; Serfati, 2016,).

Los precios de transferencia se fijan al interior del grupo para las transacciones de bienes y servicios, entre la sede y filiales y entre ellas, comprende todo tipo de bienes incluyendo los bienes intangibles o inmateriales, tales como uso de marca, servicios administrativos, patentes, contratos, concesiones estatales, diseño, publicidad, regalías sobre la propiedad intelectual, administración financiera, todos ellos específicos de cada grupo y por definición no transables. Entre ellos destaca el goodwill (buena reputación) que genera una diferencia entre el valor contable (en libros) y el bursátil (de mercado) y se ha constituido en principal componente de los activos ‘no identificados’ o intangibles, ello permite que al subir el precio de las acciones también suban los activos intangibles. En 2015, los activos intangibles representaron 85% de la capitalización bursátil (a valor de mercado) de las 500 empresas S&P contra 17% en 1975 y 68% en 1995 (Ocean Tomo LLC, 2015); como bien dice Serfati ello recuerda los procesos de creación del capital ficticio por los bancos.

Desde los años de 1980, aumentó el volumen de liquidez (cash flows) de las empresas no financieras (ENF) en las Corporaciones Transnacionales. La UNCTAD consideraba a fines de 2014 que retenían alrededor de 4.4 bdd en efectivo, de los cuales 1.3 bdd pertenecen a los 100 grupos mundiales más grandes (UNCTAD, 2015:19). Estos flujos no sólo les dan total independencia, al punto de convertirlos en actores dinámicos de la banca en la sombra ‘shadow banking’, estos fondos también pueden ser utilizados para realizar las adquisiciones/fusiones, que como se mostró se realizan en su mayoría entre países desarrollados y cuyo monto creciente involucra a grupos más grandes, contribuyendo así a consolidar su posición. La UNCTAD estima en 2016 casi en 870 mdd el valor de las fusiones y adquisiciones transfronterizas, en 1990 apenas llegaban a 98 mdd, su valor ha crecido en 900% (Gráfica 4). Como dice Serfati: “Este remolino de ‘destrucción creativa’ provoca generalmente el cierre de espacios y supresión de

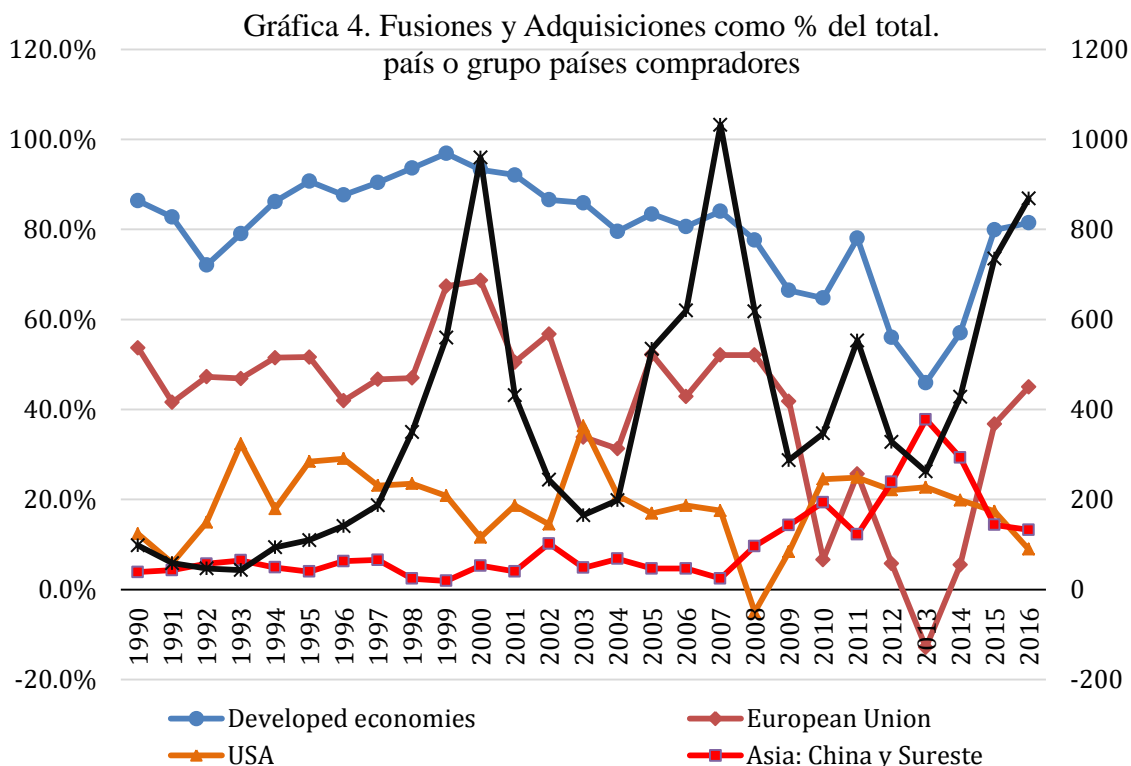
empleos, incluyendo industrias de alta tecnología, y como bien lo destaca Lazonick, significa una reducción de los presupuestos y personal en I&D. Una de las consecuencias de la dictadura del ‘capitalismo trimestral’.

Como se señaló arriba, los flujos de efectivo también son usados para recibir préstamos o respaldar acciones, y suelen usarse en la recompra de acciones (buybacks), lo que les permite aumentar los ingresos distribuidos por acción y satisfacer a los accionistas. (Anexo 1). Si bien “los ‘mercados financieros’ aprecian a las empresas que tienen una tesorería fuerte (cash)” lo cierto es que el aumento de liquidez reduce las inversiones en actividades productivas y el nivel de empleo

Este proceso no sería posible sin la ‘profesionalización’ de los directivos de las CT en funciones financieras, como también lo destaca Lazonick, lo que explica en buena medida la centralización en la toma de decisiones sobre aspectos financieros. El uso del endeudamiento o flujo de efectivo, así como de divisas disponibles (en varios países), el papel de sedes corporativas (*headquarters*) es fundamental en la centralización y acumulación financiera. “La lógica financiera opera por delante en el centro de la estrategia de los grupos industriales y ha conducido a la sumisión del conjunto de las actividades industriales a las finanzas.” (Serfati, 2016, p.15-16).

La desregulación y transformación de los mercados financieros, con la titulización de activos, recompras, expansión de fondos de inversión y aumento de la securitización con la expansión de los derivados, robustecieron los mercados y crearon “fuentes de ganancias”. Los productos financieros creados y diseminados bajo la fórmula de “crear y distribuir” pretendían disminuir el riesgo, en tanto que la competencia y la necesidad de obtener mayores ganancias y liquidez, conduce a mayor bursatilización de los

activos de las empresas generando lo que Toporowski define como la inflación de activos.



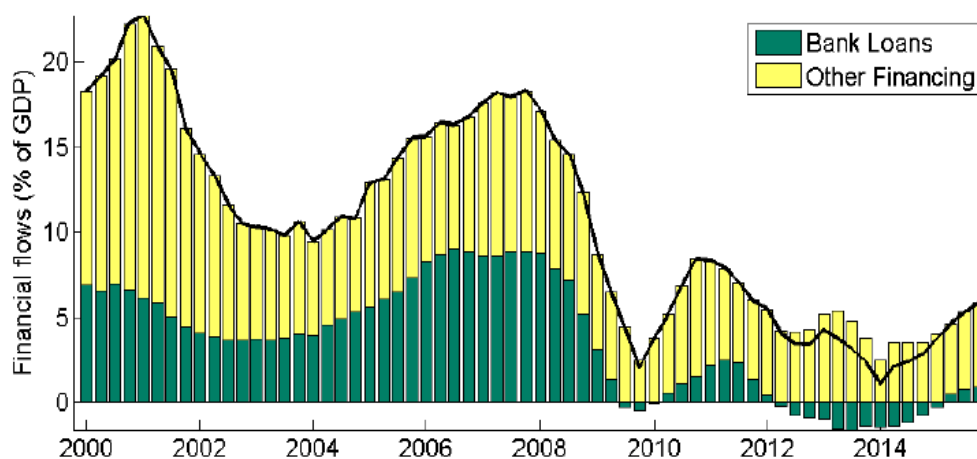
El auge de las *subprime* y en general de los mercados inmobiliarios en el primer decenio del siglo XXI, así como la expansión de la bursatilización: securitización por auge del mercado de derivados y de la titulización, nuevamente concentraron los capitales líquidos fortaleciendo las fusiones y absorciones. A raíz de la crisis de 2008 el ciclo de las materias primas y las crisis de deuda soberana europea se constituyeron nuevamente en refugio para los capitales líquidos que podían endeudarse a bajo coste -tasas de interés bajas o negativas- y ganar grandes sumas invirtiendo en futuros de materias primas/petróleo o deuda soberana europea apostando contra las primas de riesgo (Gráfica 6). En la zona euro y USA aumenta el endeudamiento de la corporaciones y Estado.

Hemos sido testigos de cómo los cortos ciclos de auge y contracciones financieras iban rotándose por todo el mundo, generando una crisis tras otra. Mientras el sector privado de las economías europeas (más afectadas por la crisis) comenzaba lentamente a desapalancarse, reduciendo sus niveles de endeudamiento. Otras economías, incluyendo Estados Unidos, no modificaron sustantivamente los niveles de endeudamiento del sector privado, en tanto que el del gobierno crecía, como en zona euro (Gráficas 6, 7 y 8). No solo en las Economías emergentes se aceleró el reapalancamiento, financiándose en los mercados de capitales, en la banca sombra o a través de la emisión, los bancos dejaron el papel de prestamistas del sector privado, de hecho los préstamos bancarios tienden a reducirse en tanto que sus ganancias aumentan (Gráficas 5, 6 y 7).

En la investigación “Bancos europeos en tiempos difíciles” preparado para el Banco Internacional de Pagos por el Taller “Nuevos Retos para el Euro” y firmado por Claudia M. Buch (julio 2017) se destaca que:

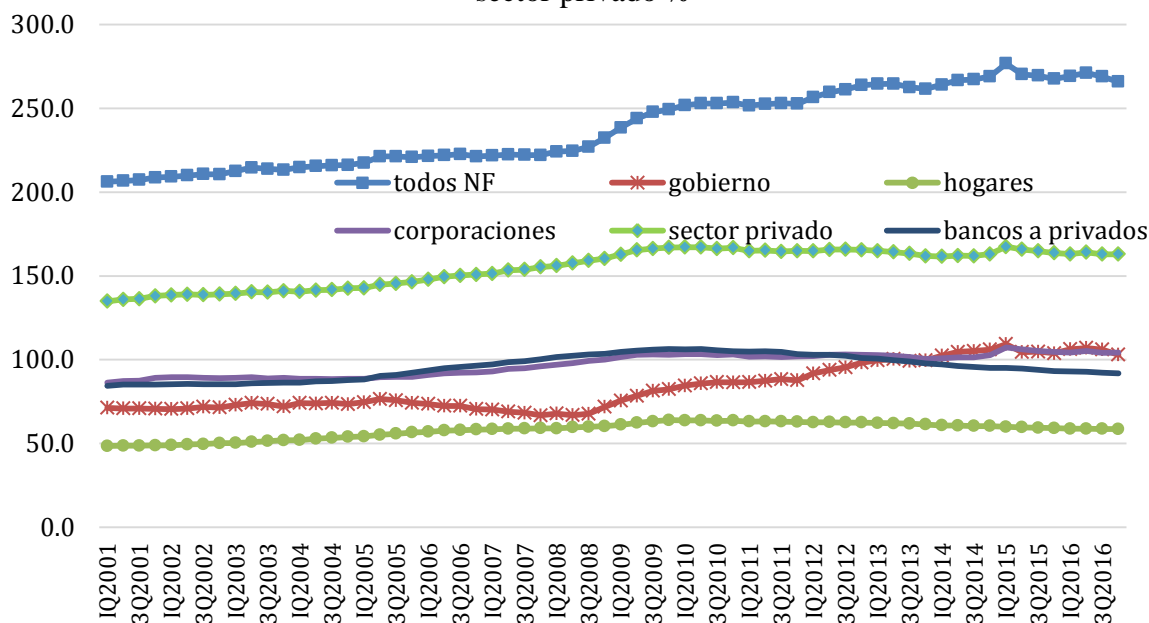
“La reducción de la deuda a niveles sostenibles ha sido un objetivo clave de las reformas del sector financiero después de la crisis. No obstante, los progresos en el desapalancamiento han sido lentos y los niveles de deuda siguen siendo elevados. La deuda de las Administraciones Públicas respecto del PIB ha aumentado. El aumento de la participación de la deuda pública es el resultado de rescates directos de las instituciones financieras, el gasto fiscal y / o una disminución de la dinámica de crecimiento subyacente. Refleja el hecho de que, durante la crisis, los riesgos pasaron del sector privado al sector público. Los patrones de ajuste de la deuda del sector privado han diferido entre países y sectores. Son pocos los países en los que ha habido un significativo desapalancamiento del sector privado.” (Buch, 2017,4).

Gráfica 5
Zona Euro: Flujo de préstamos al sector privado no financiero



Nota: El sector privado no financiero comprende empresas no financieras y los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro). Los préstamos bancarios corresponden a préstamos de las instituciones financieras nacionales de acuerdo a la estadística de balance del FMI. Diferencia entre los flujos de pasivos totales de acuerdo con las cuentas sectoriales trimestrales y los flujos de préstamos bancarios. Fuentes: Banco de Datos Estadísticos del BCE. Tomado de: Iñaki Aldasoro and Robert Unger, 2017, 1.

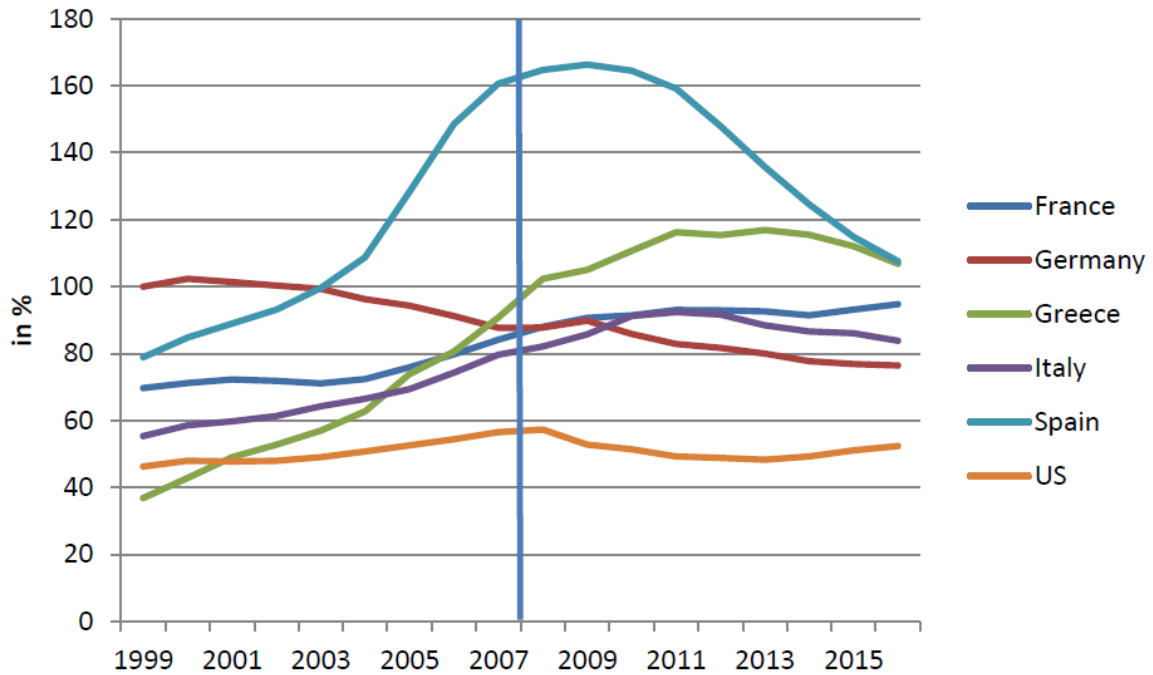
Gráfica 6. Zona Euro. Deuda como % del PIB y préstamos bancarios al sector privado %



Fuente: elaboración propia con datos de BIS

Grafica 7

Países zona euro. Crédito privado otorgado por bancos de depósito (% del PIB)



Fuente: Buch, 2017, 17

Pese a los enormes esfuerzos desplegados por los bancos centrales, fueron altísimos los costos sociales y efectos regresivos sobre el nivel de bienestar que tuvieron las políticas de ajuste que se impusieron tras la crisis:

- En la zona Euro los préstamos a las empresas no financieras siguen siendo muy bajos, lo que indica que tienen todavía un alto nivel de endeudamiento o bien no se ha restituido la confianza de los bancos en estas empresas o ambas, no obstante no ha disminuido el nivel de endeudamiento de las corporaciones, como si ocurrió con los hogares que vieron caer sus ingresos reales. En Estados Unidos el nivel de deuda de las empresas no financieras no se ha reducido de manera significativa (Gráfica 8)

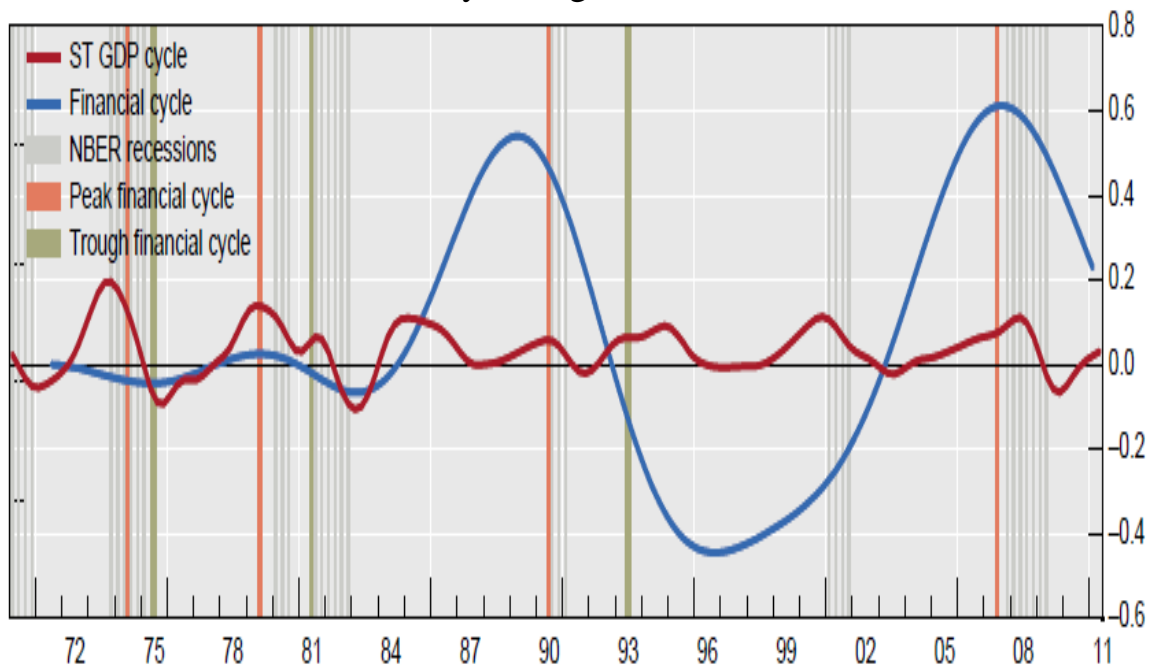
- La deuda soberana se incrementó de manera significativa luego de los rescates que los gobiernos y banca centrales hicieron de los bancos privados e instituciones financieras. En la zona euro, la manera en que se realizó el rescate: con políticas de ajuste, es decir, reducción del valor de la fuerza de trabajo hoy denominada como “devaluación interna”, fortaleció el poder de los financistas y Alemania siguió controlando la política monetaria. La manera en que el Banco Central Europeo (BCE) inyectó fondos a través de la banca privada les permitió a éstos apalancarse e incluso utilizar los recursos para financiar a sus bancos centrales que tenían que pagar tasas de mercado más altas de las que pagaba los banqueros al BCE. Esta forma de financiamiento pretendía garantizar que los préstamos retornaran a los bancos alemanes, que eran los principales prestamistas.
- La inflación ha permanecido obstinadamente baja, y el crecimiento económico ha sido decepcionante en los países desarrollados, en la zona euro debido en buena medida a la “devaluación interna”, es decir reducción de salarios y pensiones reales.
- La política monetaria para algunos autores se ha sobrecargado y es necesario aplicar cierta moderación fiscal. Para otros en cambio es necesario mantener cierta discrecionalidad monetaria y fiscal a fin de mantener el crecimiento y hacer repuntar el empleo sobre todo ante la desaceleración China.
- El crecimiento mundial apenas ronda los niveles pre-crisis no obstante que las tasas de interés se mantienen en niveles cercanos a cero, negativos en términos reales.
- Se manifiestan síntomas de fragilidad en los mercados financieros y tensiones en los mercados de divisas.

Mathias Drehmann, Claudio Borio y Kostas Tsatsaronis, analizan el ciclo financiero sobre todo en Estados Unidos desde los años

1970 y encuentran que los precios de las acciones no se ajustan bien a la imagen de mediano plazo del ciclo Kondratieff, mostrando como el ciclo financiero se ha “autonomizado”, en cambio su auge y descenso está estrechamente relacionado con las crisis financieras y muestran que:

“...la longitud y la amplitud del ciclo financiero han aumentado notablemente desde mediados de los años ochenta. Sostenemos que esto refleja, en particular, la liberalización financiera y los cambios en los marcos de la política monetaria. Así definido, el ciclo financiero es mucho más largo que el ciclo económico tradicional. Las recesiones del ciclo económico son mucho más profundas cuando coinciden con la fase de contracción del ciclo financiero. También llamamos la atención sobre el fenómeno de la "recesión inacabada": las respuestas políticas que no tienen en cuenta la duración del ciclo financiero pueden ayudar a contener las recesiones a corto plazo, pero a expensas de recesiones más grandes en el futuro”.

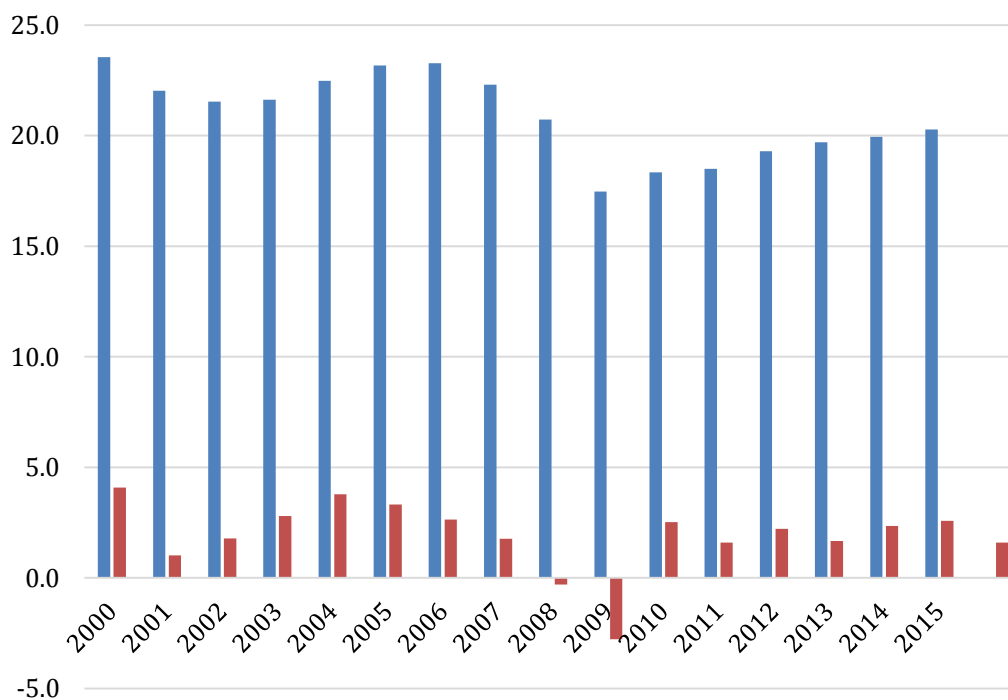
Gráfica 8
Ciclo financiero y de negocios en Estados Unidos



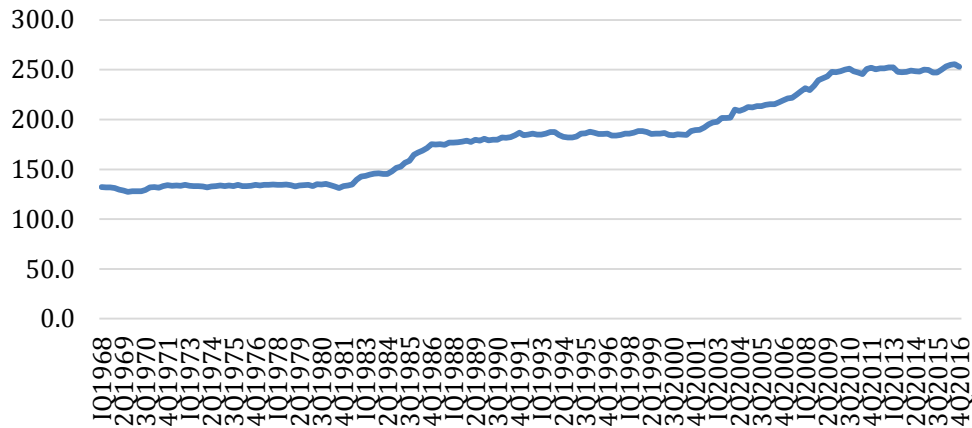
Fuente: Mathias Drehmann, et al, 2012, 19

En Estados Unidos los niveles de actividad económica tampoco han repuntado como se esperaba, no obstante los ingentes montos de dinero que se inyectaron para el salvataje a los bancos y como estímulo al gasto de los hogares, pero como se ha mostrado los niveles de inversión de las grandes corporaciones son muy lentos en comparación con las utilidades que reportan (Gráfica 8 y 9), una parte de ellas provenientes del sector financiero como hemos tratado de mostrar. La interacción entre el capital financiero y la actividad productiva se ha modificado sustantivamente y no bastan medidas “proteccionistas” o mercantilistas para reactivar la economía, sino un ordenamiento distinto. El creciente endeudamiento del gobierno y las corporaciones no ha redundado en un relanzamiento de la actividad productiva, por el contrario ha incrementado la financiarización de la economía estadounidense y de la economía mundial, dado el peso que las corporaciones de este país siguen teniendo en el orbe.

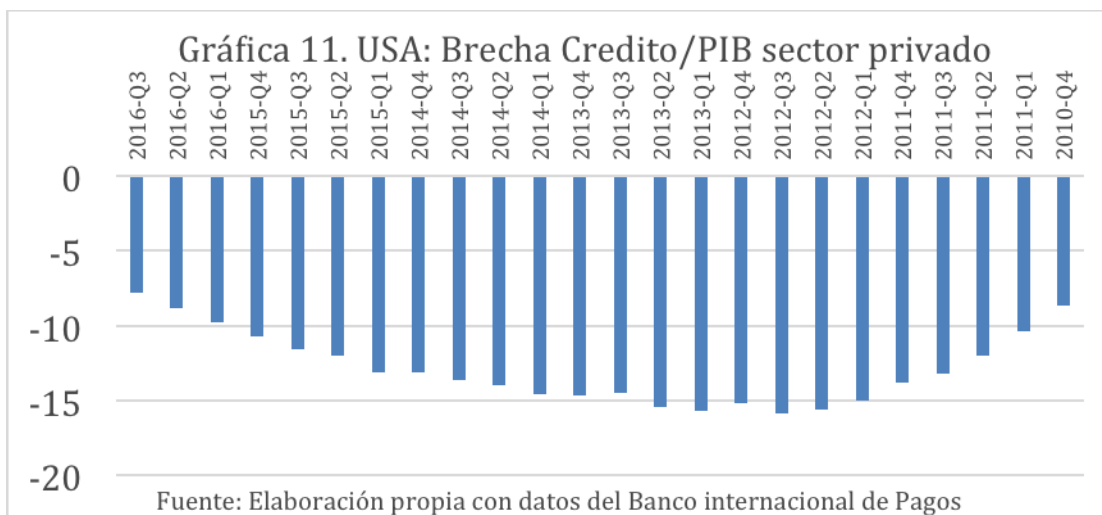
Gráfica 9. Formación Bruta de capital en USA como % del PIB y Tasa de crecimiento del PIB



Gráfica 10. USA: Deuda total de los sectores no financieros como % del PIB



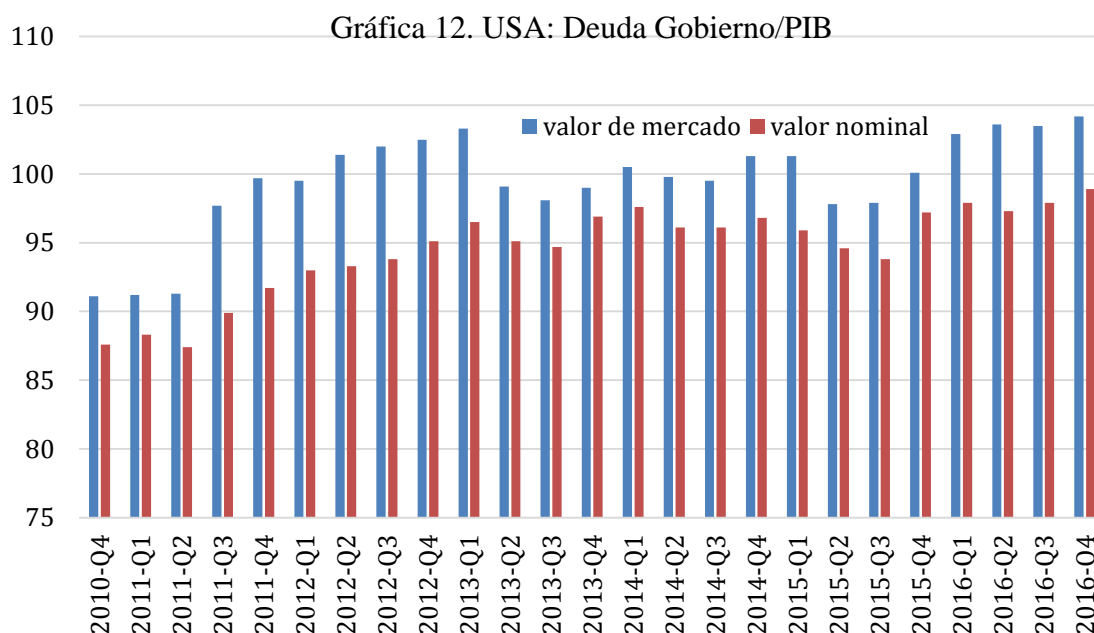
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco internacional de Pagos



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco internacional de Pagos

Una característica común de todos los pensadores heterodoxos - incluyendo los marxistas- es que enfatizan que la salida de la crisis no es determinística, no proviene de la propia economía, sino que un espacio abierto que se resuelve en el terreno político. Los acuerdos para salir de la misma, seguramente requerirán la intervención estatal-institucional, pero la orientación de esta intervención depende en buena medida de la corrección de fuerzas que se registre en cada espacio y lugar. Es decir, depende de que la

movilización social se pueda traducir en un programa político que impulse los cambios necesarios que conduzcan a un rediseño



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco internacional de Pagos

institucional, de otra manera como señalaba Polanyi, interpretando la crisis de 1929, las salidas a cargo del mercado apuntan a soluciones conservadoras (fascistas). El mercado por sí mismo destruye la cohesión social, se requiere de la intervención estatal presionada por la movilización popular para restablecer una socialidad dotada de sentido, más incluyente, equitativa y solidaria.

Bibliografía

- Iñaki Aldasoro and Robert Unger (2017) External financing and economic activity in the euro area – why are bank loans special? BIS Working Papers No 622 Monetary and Economic Department. <https://www.bis.org/publ/work622.pdf>
- Claudia M. Buch (2017), European Banks in Challenging Times. Dinner speech prepared for the Workshop “New Challenges for the Euro” Villa Vigoni, 20-23 July, 2017, Deutsche Bundesbank, BIS. <http://www.bis.org/review/r170815c.pdf>

- Mathias Drehmann, Claudio Borio and Kostas Tsatsaronis (2012), Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!, BIS Working Papers No 380
- Monetary and Economic Department:
<http://www.bis.org/publ/work380.pdf>
- N.D. Kondratieff (1979), Los ciclos económicos largos. En Los ciclos económicos largos (33-85), Ed. Akal, Madrid, España.
- William Lazonick (2014), Profits Without Prosperity: How Stock Buybacks Manipulate the Market, and Leave Most Americans Worse Off. abril 2014, de The Academic- - Industry Research Network; University of Massachusetts Lowell Sitio web: www.theAIRnet.org
- William Lazonick (2012), The Financialization of the U.S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained. Seattle University Law Review, Vol. 36, 857-908.
- Ernest Mandel (1980), Las ondas largas del desarrollo capitalista. La interpretación marxista. Cambridge University Press. Traducción al español Madrid, España (1986), Ed. Siglo XXI.
- Ocean Tomo (2015), "Ocean Tomo LLC Releases 2015 Annual Study of Intangible Asset Market Value", 3 Mayo,
<http://www.oceantomo.com/blog/2015/03-05-ocean-tomo-2015-intangible-asset-market-value/>
- Carlota Pérez (2004), Revoluciones tecnológicas y capital financiero. La dinámica de las grandes burbujas financieras y las épocas de bonanza. México: Siglo XXI.
- Claude Serfati (2016), Las raíces financieras de los grupos industriales mundiales. Ola Financiera, No 24, 1-42.
http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/24/index.html
- UNCTAD (2015), World Investment Report. Reforming International Investment Governance, New York and Geneva.
- UNCTAD (2013), World Investment Report 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development, Geneva.

Anexo 1

Empresas con mayor nivel de recompras (RP) y % de recompras dividendos (DV) respecto del Ingreso Neto (YN) 2001-2010 (billones de dólares y % YN)

Rank	Company Name	Fortune R 2010	Recompras de A 2001-2010, bdd	RP/ YN %	DV/YN %	I&D%/Ventas	RP/I &D
1	EXXON MOBIL	2	174.5	62	26	0.3	22.8
2	MICROSOFT	38	110.0	89	49	15.2	1.6
3	IBM	18	89.2	91	18	5.7	1.7
4	CISCO SYSTEMS	62	65.0	130	0	14.8	1.5
5	PROCTER & GAMBLE	26	57.0	72	44	3.1	3.0
6	HEWLETT-PACKARD	11	54.0	116	18	3.8	1.6
7	WAL-MART STORES	1	52.6	46	24	0.0	nm
8	BANK OF AMERICA	9	52.1	51	63	0.0	nm
9	PFIZER	31	50.6	62	68	17.1	0.6
10	GENERAL ELECTRIC	6	48.5	29	52	1.9	1.7
11	INTEL	56	48.3	81	32	15.0	0.9
12	JOHNSON & JOHNSON	40	37.3	38	40	12.4	0.6
13	GOLDMAN SACHS	54	35.8	57	13	0.0	nm
14	CITIGROUP	14	32.2	38	72	0.0	nm

15	HOME DEPOT	30	30.9	75	27	0.0	nm
16	DELL	41	29.5	119	0	1.0	5.8
17	PEPSICO	43	28.8	62	39	0.7	11.3
18	AMGEN	163	28.8	105	0	25.1	1.0
19	TIME WARNER	95	28.7	-73	-13	0.3	28.2
20	UNITEDHEALTH GROUP	22	26.5	88	2	0.0	nm
21	CHEVRON	3	26.0	20	32	0.3	6.2
22	AT&T	12	25.5	27	68	0.6	5.2
23	DISNEY	55	24.9	90	19	0.0	nm
24	ORACLE	96	22.4	52	5	12.4	1.0
25	CONOCOPHILLIPS	4	22.0	40	34	0.1	13.0
26	WELLS FARGO	23	21.9	29	41	0.0	nm
27	WELLPOINT	42	21.9	101	0	0.0	0.0
28	TEXAS INSTRUMENTS	175	21.7	129	18	15.6	1.2
29	MCDONALD'S	111	20.3	72	43	0.0	nm
30	JPMORGAN CHASE	13	20.1	24	45	0.0	nm
31	AMERICAN EXPRESS	91	17.1	56	21	0.0	nm
32	UPS	48	16.9	58	51	0.0	nm
33	MERCK	53	16.8	27	56	15.3	0.4
34	COCA-COLA	70	16.0	28	49	0.0	nm

35	MORGAN STANLEY	63	16.0	41	31	0.0	nm
36	ALTRIA GROUP	154	15.8	19	62	1.2	2.6
37	3M	97	15.2	49	41	5.9	1.2
38	DIRECTV GROUP	110	15.0	258	2	0.2	53.5
39	TRAVELERS COS	106	14.8	60	44	0.0	nm
40	CBS	174	14.7	-52	-12	0.0	nm
41	UNITED TECHNOLOGIES	44	14.4	42	26	3.3	1.0
42	LOCKHEED MARTIN	52	14.0	73	28	2.6	1.9
43	COMCAST	66	13.9	83	14	0.0	nm
44	BOEING	36	13.5	57	37	5.2	0.4
45	PRUDENTIAL FINANCIAL	65	13.1	73	19	0.0	nm
46	AETNA	77	12.0	102	1	0.0	nm
47	ALLSTATE	89	12.0	60	35	0.0	nm
48	TARGET	33	11.6	52	16	0.0	nm
49	U S BANCORP	126	11.2	32	54	0.0	nm
50	MEDTRONIC	160	10.9	49	25	11.2	0.8

Fuente: Lasonick 2013, 909

Recibido 15 de julio del 2017

Aceptado 30 de agosto de 2017