

## EL FINANCIAMIENTO DE LA RIQUEZA

JOSÉ CARLOS DE SOUZA BRAGA

### PRESENTACIÓN

Este texto tuvo su origen en una conferencia presentada en el segundo semestre de 1990, en el ámbito de los seminarios del Instituto de Economía de la UNICAMP, sobre la evolución de la economía internacional. Es uno de los resultados de mi investigación de posdoctorado en el departamento de economía de la Universidad de California, Berkeley, Estados Unidos (1988-1989).

Esta intervención se inserta en los seminarios sobre “Transformaciones recientes en la Organización Capitalista”. El texto se compone de tres partes en las cuales se intenta renovar la interpretación teórica de los movimientos en la economía norteamericana, japonesa y alemana: Fin de la Prosperidad de la Economía Americana y Capitalización Financiera; Competencia y Perfil Organizacional del *Financiamiento*: La Macroestructura Financiera y la Paradoja del *Financiamiento*.<sup>1</sup> Aunque se esté apenas comenzando a comprender plenamente los desdoblamientos y tendencias de este capitalismo contemporáneo, se espera que este trabajo sirva para advertir y contribuir, en algunos aspectos, respecto de la conciencia teórica de lo *nuevo* que está puesto

<sup>1</sup> Para mejor comprensión del cuadro teórico en que se inserta este análisis, es necesario profundizar ciertos conceptos relativos a la dinámica económica del capitalismo. Con estos objetivos, se sugiere consultar, además de los libros de Hyman Minsky y otros poskeynesianos, el trabajo, *Temporalidad de la riqueza inestabilidad estructural y financiamiento del capitalismo* (José Carlos de Souza Braga); edición actualizada (1990). Tesis de doctorado defendida en 1985, bajo la orientación del profesor Luiz Gonzada de Mello Belluzzo.

por la historia reciente y que se ha revelado inaprehensible por las teorías vigentes.

Para la presente versión, conté con la valiosa contribución de la profesora y amiga María Concepción Tavares, lo que redundó en mayor precisión y elaboración de pasajes fundamentales de la argumentación. Las discusiones con colegas del Instituto de Economía de la UNICAMP, y del Instituto de Economía del Sector Público (IESP) fueron de gran validez, cabiendo agradecer, en particular, a Fernando de Arruda Sampaio, José Geraldo Portugal Júnior, Luciano Coutinho, Plínio de Arruda Sampaio Júnior, Ruy Affonso y Ricardo Carneiro. Todos quedan eximidos de posibles imperfecciones aún presentes en el texto. Agradezco, también, a Otacília França por su dedicado trabajo editorial.

## INTRODUCCIÓN

Se pretende hacer un breve análisis de las transformaciones financieras y de la dinámica económica del capitalismo desarrollado, analizando, para ello, tres cuestiones estratégicas en la (redefinición, en la gestión, y en el movimiento de realización de la riqueza capitalista.

En la primera cuestión nos interesa el análisis de un hecho ocurrido de 1966, denominada *Credit Crunch*, reconocido por varios autores como una inflexión de la economía norteamericana. Fue un movimiento de situación crediticia crítica, originado en la inestabilidad y en las transformaciones contemporáneas del capitalismo norteamericano, especialmente a través de su dinámica financiera. Este movimiento se relaciona con la emergencia del déficit público y de la inflación —y, por tanto, con el manejo contradictorio de las políticas monetaria y fiscal— bien como la internacionalización de los bancos en la emergencia del euromercado.

Los cambios relevantes en las finanzas mundiales fueron impulsados por la crisis de la potencia dominante; Estados Unidos, a partir de los sesenta y que en los últimos años, ha alcanzado a Europa, a Japón y en menor medida a los países asiáticos en desarrollo.

Se advierte que la mencionada crisis del capitalismo norteamericano se refiere a las transformaciones estructurales de las últimas tres décadas, relacionadas a una temporalidad de largo plazo y en el cual se manifiestan momentos coyunturales críticos. En esta coyuntura han

surgido los siguientes elementos, combinados de forma diferente en el tiempo cronológico: déficit público, fragilidad de la moneda, inflación, desequilibrios de la balanza de pagos, quiebra de corporaciones y de subsistemas financieros.

Es importante comprender que, más que nunca, en el capitalismo contemporáneo las finanzas dictan el ritmo de la economía —*finance sets the pace of the economy*, dijo Minsky (1975)— en este sentido, hay un predominio financiero en la dinámica económica.

En este contexto, se comprende que los cambios en las finanzas tienen una dinámica internacionalizada, apoyada en una verdadera macroestructura financiera, de ámbito transnacional, originada en Estados Unidos y llevada también, en términos nacionales, para algunos países importantes de Europa y de Asia. Se señala que el dominio financiero es la forma más aparente y problemática de la dinámica económica del capitalismo contemporáneo. Ella no descarta que la dinámica siga, en buena medida, condicionada en última instancia, por el cálculo capitalista acerca del progreso técnico y alimentada por la competencia internacional interempresas industriales, apoyadas o no por las políticas de ajuste y reestructuración de los países dominantes.<sup>2</sup>

El dominio financiero —el *financiamiento*— es expresión general de las formas contemporáneas de *definir, gestionar y realizar riqueza en el capitalismo*. Por dominio financiero se entiende, incluso conceptualmente, que todas las corporaciones —aún las típicamente industriales, como las del complejo metal-mecánico y electro-electrónico— tienen en sus aplicaciones financieras, de ganancias retenidas o de caja, un elemento central del proceso de acumulación global de la riqueza. Así, sus departamentos financieros vienen adquiriendo mayor importancia estratégica que los de Investigación y Desarrollo, al punto de asumir el perfil de bancos-no-bancos, internos a las empresas.<sup>3</sup>

La segunda cuestión se refiere a la naturaleza de la competencia y a la estructura de las corporaciones del capitalismo actual, en la cual

<sup>2</sup> Ver Coutinho (1991) sobre la dinámica del progreso técnico; y Tavares (1990) sobre las políticas macroeconómicas de ajuste y reestructuración.

<sup>3</sup> Como expresión de este hecho, se considera el comportamiento financiero de las grandes corporaciones japonesas desde la década de los sesenta. Se revela una elevación estructural de la capitalización financiera aun en las empresas de Japón, un país claramente dirigido hacia la producción. Así, la relación entre ganancias no-operacionales y ganancias operacionales tienen los siguientes valores mínimos y máximos en las tres últimas décadas: 1960-1970 22.9% y 37.5%; 1970-1980 34.9% y 62.5%; 1980-1988 41.1% y 60.4% (ver cuadro 1 del anexo estadístico).

este dominio financiero es muy importante. Se señala que éste no es considerado aquí como dominio del sector financiero, porque este corto sector financiero *versus* productivo, o capital bancario *versus* capital industrial, es hoy muy cuestionable. Cuestionable por la existencia de la macroestructura financiera —sobre todo, a nivel internacional— y, en algunos casos nacionales, dada la (')agregación reinante en algunos países líderes, como Japón y Alemania y, aunque permanezca válido el corte, en los demás países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), incluso en Estados Unidos, sometido, sin embargo, a las tensiones oriundas de esta tendencia general.<sup>4</sup>

Aún sobre esta segunda cuestión, se observa que la estructura de las corporaciones capitalistas contemporáneas se transforman velozmente, cuando se compara Estados Unidos, Japón y Alemania, y resaltando la velocidad de las mudanzas en la segunda mitad de la década de los ochenta. Por tanto, son cambios que se están procesando y sobre los cuales hay aún poca reflexión de carácter analítico y teórico convincente, en las universidades de Europa, Estados Unidos y Japón.

La tercera cuestión se refiere a lo que se considera como la “paradoja del *financiamiento*” de esta dinámica contemporánea y que es la marca de las transformaciones aquí estudiadas. Se analiza por qué las teorías existentes sobre dinámica económica sucumben frente a la innovación reinante en este nuevo tiempo lógico-histórico del capitalismo mundial, que ha sido designado con cierta impropiedad de “globalización”.<sup>5</sup>

#### FIN DE LA PROSPERIDAD DE LA ECONOMÍA AMERICANA Y LA CAPITALIZACIÓN FINANCIERA

En la década de los sesenta, en Estados Unidos, la economía más poderosa de la época —considerando la escala de acumulación del capi-

<sup>4</sup> La reforma bancaria en curso en Estados Unidos será un importante movimiento decisorio sobre la legalidad de las empresas industriales para poseer bancos y sobre el término de la separación entre bancos comerciales y bancos de inversiones. Éstas son las cuestiones centrales de la referida reforma, además de la división regional existente entre las instituciones.

<sup>5</sup> El *Global Reach* de los grandes oligopolios transnacionales han sido examinados en sus varias dimensiones estratégicas —comercial, tecnológica, financiera— pero ésta es, a mi juicio, una dimensión permanente del capitalismo de la gran empresa. En este ensayo se busca la comprensión de una macroestructura con una nueva dimensión, que va más allá de la lógica de la gran empresa y que tiene, en su origen, los llamados “desequilibrios macroeconómicos” de la potencia dominante y la ruptura de la estabilidad del patrón monetario internacional. Ver Barnet y Müller (1974).

tal, como también la complejidad de los mecanismos financieros, la potencia de su industria, el papel de su Estado y su poder internacional—, emergen factores que apuntan en la dirección de varias transformaciones que después, a lo largo de las décadas de los setenta y los ochenta, se generalizan por el mundo desarrollado.

Así, es en la década de los sesenta, en especial a partir de los eventos de 1966, que se revelan los orígenes de estos elementos de inestabilidad y de transformación, los cuales pueden ser utilizados como punto de partida para pensar la reestructuración que está en curso. Es una reestructuración inestable, no solamente en Estados Unidos, sino que también en Japón y en Alemania —en estos últimos, especialmente a partir de la segunda mitad de la década de los ochenta. A lo largo de 1990 esto se refleja en lo que ocurre en la Bolsa de Tokio: una devaluación de 25%.

Se vuelve importante observar que, desde mediados de los años sesenta, ya se explicaba la forma contemporánea por la cual las finanzas dictan el ritmo de la economía capitalista, conforme analizó Minsky.<sup>6</sup> Estos importantes cambios en las relaciones financieras que ocurrieron en Estados Unidos en los años sesenta, significaron una transición para la turbulencia y la fragilidad financiera, que van generalmente caracterizando la economía. Estados Unidos, en la condición de potencia dominante, ha vivido desde entonces problemas de balanza de pagos, inherentes a la lucha contra la pérdida de la hegemonía del dólar como moneda internacional. Ésta es una trampa, una determinación, constantemente presente en la inestabilidad y que impacta al Banco Central vía pérdida de reservas, presiones sobre las tasas de intereses y de cambio, condicionadas a la política monetaria.

En primer lugar, la expansión de la inversión fija que ocurre entre 1962 y 1970, en la economía americana, se hace a través de una relación creciente entre la inversión fija y los fondos internos brutos, es decir, crece la participación de los fondos externos en el financiamiento de la inversión de las corporaciones no financieras. Los bancos norteamericanos se internacionalizan como miembros importantes del mercado de "eurobonds". Aumenta también de forma significativa, la relación entre la deuda total y depósitos al contado, lo que es consecuencia de la emergencia de nuevos activos financieros de gran importancia. En aquella época, ya se observaba en Estados Unidos, una gran inver-

<sup>6</sup> Ver Minsky (1975 y 1986).

sión en activos generadores de intereses, sustituyendo la posesión de la moneda propiamente dicha, como defensa frente a la inflación. Es decir, existía un nítido contexto de un mercado financiero y monetario, acompañado de tensiones inflacionarias, que comenzó a modificarse en relación con el que tuvo vigencia en la prosperidad de la posguerra. Comenzaron a alterarse las tácticas de valoración y los cálculos de valoración de las corporaciones americanas.

Existió, por tanto, un salto por parte de las corporaciones, que Minsky denomina de finanzas exóticas. Se observa también el aumento de la relación entre los papeles de *open-market*, sumados a los financiamientos obtenidos en empresas financieras (excepto los bancos comerciales), y el total de la deuda. Es decir, las corporaciones americanas no financieras inauguraron un apoyo multifuncional de recursos a través de operaciones con papeles y con empresas financieras, las cuales no tenían relación con la tradicional forma de apoyo para la inversión con vigencia hasta mediados de la década de los sesenta<sup>7</sup> y estuvo en el centro de la prosperidad. Este “apoyo” involucra, tanto captaciones cuanto ampliaciones, con plazos y objetivos diferenciados. Se capta a largo plazo, se aplica a corto y se componen las ganancias productivas y financieras.

Además, el Banco Central americano —el *Federal Reserve*— comienza a dar apoyo a estos tipos de pasivos. La inflexión de la política monetaria americana, al final de la década de los setenta, tiene un papel sin duda importante, que debe ser pensado, dentro de este conjunto de determinantes dinámico-estructurales más pesados que ya comienzan a emerger en la década de los sesenta, además de la crisis de la balanza de pagos. Los bancos comerciales americanos experimentaron un proceso por el cual lo que es llamado de *Equity Protection* se deteriora. Esto es, los valores representativos de la propiedad de los bancos son cada vez menores frente a sus pasivos. Entre 1961 y 1973 la *Equity Protection* declina, para los bancos comerciales americanos, de 0.85 a 0.59 (es decir, de 85 a 59%).

En los bancos comerciales, al mismo tiempo, ocurre un aumento de

<sup>7</sup> Hasta aquí la intermediación financiera era respaldada, a largo plazo, por las aseguradoras y fondos de pensión, mientras que las operadoras de corto plazo eran típicamente de crédito y no financieras. Dominaba, por tanto, el modelo de *Gurley and Shaw*. En este nuevo contexto, además, las corporaciones intentaban asegurar las propias ganancias del fundador, derivadas de las valoraciones de sus acciones, antes obtenidas por los bancos subscriptores y distribuidores.

la multiplicidad de nuevos pasivos bancarios. Cae la relación entre depósito al contado y el pasivo total de los bancos de 50%, en 1962, hasta 35% en 1972. Los instrumentos fundamentales de financiamiento en la década de los sesenta fueron los denominados Certificados de Depósito Bancario negociables. Más adelante, al final de la década de los sesenta, aparecen los *Commercial Papers*, que tuvieron una *performance* extremadamente importante en la década de los setenta y a lo largo de la década de los ochenta.

Resumiendo el movimiento de *financiamiento* de la economía norteamericana en los sesenta, se concluye, por un lado, que aumenta la vulnerabilidad de las corporaciones en su forma de financiamiento y, por otro, el modo de gestión del sistema bancario y la multiplicidad del sistema financiero norteamericano comienzan a caminar también en la dirección de una mayor fragilidad. Al mismo tiempo, dentro de este cuadro, el Banco Central americano se vuelve colaborador de las formas por las cuales las instituciones financieras van afirmando sus propias posiciones,<sup>8</sup> financiándolas; estas formas se relacionan cada vez menos con la moneda y las reservas y están cada vez más ligadas a un complejo cuadro de nuevos activos financieros. Así, se observa el aumento de los volúmenes de certificados de depósitos, de acuerdos de recompra, de posiciones en el eurodólar y de la captación de préstamos junto al Banco Central norteamericano.

Por tanto, es evidente que ese movimiento financiero, que ocurrió en la economía más importante del mundo capitalista, conducía a un proceso de reducción de la posibilidad de control por parte del Banco Central, de la política financiera y monetaria. Esto hizo que, al mismo tiempo, el ejercicio de la política monetaria se volviera complejo y difícil para el Banco Central, dado que estos nuevos instrumentos financieros, por los cuales las organizaciones establecían sus posiciones, ganaban esta característica de corto plazo y se iban tornando cada vez más frágiles. Desde el punto de vista de los bancos, esto significó pasar a *privilegiar la administración de su pasivo*, vía el mercado de fondos federales — *federal funds market*,<sup>9</sup> utilizable, además, apenas para

<sup>8</sup> Corresponde a la adquisición de recursos (caja) para financiar activos que son esenciales a los negocios de empresa. Asumir posiciones —*marketing position*— involucra operaciones activas o pasivas en títulos que pueden ser negociados en un mercado líquido y con precios razonablemente constantes bajo presiones normales.

<sup>9</sup> *Federal funds* son depósitos en los bancos del sistema *Federal Reserve*, los cuales siguen como el principal *position-marketin instrument*, y la tasa del mercado federal, *funds* es la tasa de préstamo interbancario basada en estos depósitos. Correctoras de valores e instruccio-

regular la liquidez como también para financiar líquidamente el sector público, siendo la tasa de intereses de este mercado la tasa fundamental para la economía norteamericana. Este financiamiento se hace vía posibles transferencias para el Tesoro, de ganancias realizadas en este mercado por el Banco Central y por otras agencias financieras gubernamentales.

Esto ocurre en la década de los sesenta; en contraste, a lo largo de la prosperidad de la posguerra, los bancos básicamente administraban su activo, préstamos e inversiones, articulado a la formación de posiciones financieras basadas en las *Treasury Bills*, los bonos del Tesoro norteamericano.<sup>10</sup>

Es decir, a través del Banco Central se establece una conexión entre el mercado y el Estado, partes constitutivas de la macroestructura financiera, que van conduciendo a esta inestabilidad creciente. El movimiento de la economía norteamericana, desde entonces, condujo a perturbaciones endógenas en las funciones y operaciones convencionales del Banco Central, tanto por presiones del déficit público como por los desequilibrios de la balanza de pagos. Así, por ejemplo, el manejo de la política monetaria (y del interés) es condicionado por las necesidades de financiamiento vinculadas a aquellos dos problemas y no apenas por el control de la liquidez y de la inflación. Es decir, si la tasa de interés fue (o será) tan alta, en algunos momentos, no es tanto en función del control de la inflación, sino por la necesidad de asegurar el déficit público —en parte financierizado— y atraer capitales externos para “equilibrar” la balanza de pagos.

En la dinámica bancaria privada ocurrió un aumento de los préstamos por encima de la base de reservas cuando entró en escena, en 1966, el *Credit Crunch*. En este año, el Banco Central buscó controlar la tasa de crecimiento de la base monetaria, al mismo tiempo en que ocurre una fuga del título que había sido uno de los principales financiadores de la expansión —los certificados de depósitos—. Ocurre una fuga contra estos títulos, surgiendo lo que Minsky llama de un “pánico controlado” en la economía norteamericana.

Éste es el primer momento, desde la posguerra, en que una econo-

nes oficiales —ahorro y préstamo— también participan de este mercado de préstamos de corto plazo, cuya tasa de interés señala la posición de reservas del sistema bancario y es, por tanto, y vigilada de cerca por el *Federal Reserve Bank* de Nueva York.

<sup>10</sup> Cuando los bonos del Tesoro son usados para afirmar posiciones, los bancos sustituyen un activo —préstamos a empresas— por otro —títulos del Tesoro— o viceversa.



mía capitalista desarrollada se aproxima a un colapso financiero de la magnitud del que se vio en la década de los treinta.<sup>11</sup>

Ocurre que, en esta oportunidad, el Banco Central funciona como *lender of last resort*, frente a la posibilidad del “crash” financiero. Pero no sólo éste actúa como prestamista de última instancia; también diversos bancos grandes, que operaban en el mercado monetario, hacen el papel de prestamistas de última instancia para un conjunto de instituciones que habían crecido en el proceso financiero especulativo. ¿Y cómo lo hacen? A través de la oferta de líneas de crédito para aquellos bancos e instituciones que crecían en este movimiento financiero especulativo y ficticio.<sup>12</sup>

Entonces se da una captura salvadora por parte de los grandes bancos, como el Banco Central por detrás, garantizándolos, de tal forma que surge un embrión del que se puede llamar, contemporáneamente, de una *macroestructura financiera*, de dimensión internacional, que tiene implicaciones dinámicas importantes para el conjunto de las economías capitalistas. Allí está el embrión: en esta actuación que el Banco Central y los grandes bancos norteamericanos realizan, para impedir que ocurra un nuevo colapso financiero. Es en este periodo que Minsky señala el aumento evidente del carácter especulativo del capitalismo en Estados Unidos, que aceleraría la tendencia de la fragilidad financiera. Como se puede observar, Minsky acierta en algunas cosas —en otras, tiene previsiones muy pesimistas— y algunas de sus indicaciones a cerca de la inestabilidad financiera alcanzaron proporciones que él mismo fue incapaz de prever en 1975, y aun entre 1984 y 1985, cuando estaba escribiendo el libro editado en 1986<sup>13</sup> que comentaremos más adelante.

En este punto de la argumentación es importante enfatizar que, a lo largo de este movimiento, en el país capitalista con mayor dimensión y complejidad en el proceso de acumulación, factores desestabilizadores que conducirían a un colapso financiero y probablemente a una

<sup>11</sup> Sin embargo, hay que considerar que son situaciones diferentes. En la década de los treinta, la situación de reservas internacionales norteamericana era confortable, excedentaria, y el sistema colapsa porque gana la “visión del Tesoro” contra los intereses de la política bancaria. En la década de los sesenta, los bancos americanos y las empresas transnacionales, con operaciones en el exterior, presionan el Tesoro, que comienza a perder reservas dando inicio a la primera crisis del “patrón dólar”.

<sup>12</sup> Vale decir que, en este episodio, al contrario del de los treinta, antes comentado en nota, prevaleció la “visión bancaria” y no la “visión del Tesoro”.

<sup>13</sup> Ver Minsky (1986).

grande depresión, no se imponen gracias a la intervención del Banco Central y de los otros grandes bancos. Mientras tanto, Japón y Alemania, en la década de los sesenta, consolidaban su expansión de la posguerra, cuestión que se analizará más adelante.

En la crisis de la economía norteamericana ya están presentes algunos aspectos importantes: primero, *la ampliación de la naturaleza financiera y "ficticia"* de la riqueza en el capitalismo central; segundo, la búsqueda de *rentabilidad acelerada* y, tercero, lo que se aplica tanto a las corporaciones cuanto a la construcción de posiciones por parte del sistema financiero, la trayectoria en dirección a los *activos líquidos y rentables*. Está presente también, en este momento, una movilidad que trasciende a las fronteras nacionales del dinero operando como capital, por la cual se dan operaciones de los bancos norteamericanos en Europa, alejándose de la reglamentación interna, y aparece, simultáneamente, la cuestión que estuvo en el centro de esta discusión de reglamentación, que es la relación entre el mercado y el Estado. El Estado norteamericano asegura su capitalismo, es decir, su sistema financiero y también sus corporaciones. Pero, al hacerlo, pone en riesgo no solamente la estabilidad de su moneda como también la del patrón monetario internacional e introduce un elemento nuevo de riesgo e inestabilidad en el sistema.

Por tanto, ahí se encuentran las raíces de la inestabilidad de estas últimas décadas y cuyas fuerzas dinámico-estructurales fueron brevemente sintetizadas. Tales raíces caracterizan la crisis y la reestructuración de este final de siglo xx, en el que ocurren elementos como inflación, desempleo, estagnación económica relativa, en los años sesenta, y una reorganización llena de paradojas en los años ochenta, caracterizada por una desestructuración del sistema monetario internacional. Estos factores tienen origen en este movimiento por el cual pasó la economía norteamericana en la década de los sesenta.

Veamos con un poco de más detalles el desarrollo de los principales instrumentos del *financiamiento* ocurrida en Estados Unidos.

En la década de los setenta, el principal instrumento de expansión de la economía norteamericana, desde el punto de vista financiero, fue el *commercial paper*. En el momento en que, en función de la política económica, ocurre con éste lo mismo que ocurrió con el certificado de depósito en la década de los sesenta —es decir, una carrera contra los papeles—, el *Federal Reserve* entra, abriendo lo que denomina el *Dis-*

*count Window*, para refinanciar los sindicatos de bancos y parar esta carrera contra el *commercial paper*.

Este financiamiento de los sindicatos de los bancos se da para que los bancos refinancien las empresas que emitieron los *commercial papers*. El *commercial paper*, como se sabe, es un título emitido por una empresa o corporación no-financiera que será comprado en el mercado por un aplicador directo. Al momento de la carrera contra el *commercial paper* que afectaría las corporaciones industriales emisoras de los títulos, el *Federal Reserve* solicita a sus bancos que refinancien estas posiciones, dado que las empresas no podían tener acceso estatutario al *Discount Window* para refinanciar sus posiciones; así, inyectan fondos adicionales en el sistema bancario vía operación de *open-market*. ¿Qué significa esto? El Banco Central institucionaliza un apoyo a las corporaciones emisoras de *commercial paper* vía línea de crédito en el sistema bancario. Minsky, en el libro de 1986, observa que el *commercial paper* se vuelve un pasivo secreto de los bancos comerciales porque éstos están siendo usados para respaldar las corporaciones que tenían que ser financiadas, en un *boom*, vía el mencionado título. Acontece que estos pasivos adicionales que los bancos tienen, al ejecutar este papel articulado con el *Federal Reserve*, no aparecen en los balances de los bancos. Este procedimiento, que es parte de las innovaciones financieras, analizadas a lo largo de las décadas de los setenta y los ochenta, ya está presente en la gestión de la economía norteamericana. De este modo, el *Federal Reserve*, junto con los grandes bancos norteamericanos, sostienen e impiden, una vez más, la posibilidad de grandes traumas financieros y permite, de esta forma, que el sistema continúe operando, aunque, evidentemente, con todas las inestabilidades que allí estaban presentes.

Las relaciones entre Estado y mercado se acentúan en la medida en que el déficit público comienza a tener un papel muy importante en lo que se refiere a los aumentos de la ganancia bruta líquida de impuestos de las corporaciones norteamericanas, tanto que esta ganancia estuvo en torno a los US\$ 60 mil millones entre 1968 y 1970, llegando a US\$ 69 mil millones en 1971, llegando a US\$ 77 mil millones en 1972. Minsky (1986, p. 36) comenta que “paradójicamente las recesiones son buenas para las ganancias brutas, líquidas de impuestos, en una economía con *big government*.”

Se impone una calificación de este *big government*. El déficit público, a lo largo de la crisis norteamericana, tendrá un componente finan-

ciero importante y no debe ser visto únicamente como un crecimiento autónomo de gastos/renta, tal cual en el “modelo keynesiano” simplificado. Al contrario, el déficit se relaciona con la valoración patrimonial, el aumento de la riqueza financiero-privada, y presiona aún más para la “securitización” privada en la macroestructura financiera. De hecho, por las operaciones oficiales, con títulos de la deuda pública, se alimentan los “portafolios” con activos financieros garantizados por el Banco Central, financiándose en mayor grado el mercado general.

Entonces, ésta es una dinámica que evita que se repitan colapsos y desaceleraciones en la inversión análoga y las verificadas en periodos pasados del capitalismo, pero que también tiene un sentido perverso. Esto ocurre porque el Banco Central sanciona y garantiza las innovaciones financieras, que implican inestabilidad, dado que están caracterizadas, en el capitalismo contemporáneo, por la búsqueda de liquidez inmediata, especialmente en este periodo en que vive la economía norteamericana. Al sancionarlas, abórtanse las crisis, pero al abortarlas se tiene más adelante un aumento del endeudamiento y/o de la especulación, vía nuevos instrumentos. Otra vez más, se reglamentan, se abortan las crisis; el mercado responde, crea nuevamente, luego la economía norteamericana se queda entre el mercado y el Estado en una dinámica problemática, sin que se tenga una gran depresión y un colapso financiero general, manifestaciones “clásicas” de la crisis.

Nuevamente Minsky: “al contrario de una crisis financiera y de una grande depresión separadas por décadas, hay amenazas de crisis y de depresiones profundas, ocurriendo a cada corto plazo (pocos años); al contrario de una gran depresión efectiva, tenemos ahora una inflación crónica”.<sup>14</sup>

Esta formulación es importante porque la evolución de la década de los ochenta, aun en Estados Unidos, no fue tan negativa como Minsky preveía.<sup>15</sup> Sin embargo, en un cierto sentido, en la segunda mitad de los años ochenta, tanto en Estados Unidos, como en Alemania y en Japón, una inestabilidad financiera de otro tipo se potencializa. Ya no se trata de la inestabilidad financiera debido a las corporaciones que se endeudan frente al sistema bancario o emiten *commercial papers*, sino que es una inestabilidad que se da debido a una articulación en la

<sup>14</sup> Ver Minsky (1986, p. 95).

<sup>15</sup> En los años ochenta, los siguientes factores compensaron la inestabilidad norteamericana: la ‘diplomacia del dólar’ (fuerte), el keynesianismo bélico de la “reaganomics”, el ajuste macroeconómico a costa de los superávits de Japón y Alemania. Ver Tavares (1985 y 1990).

macroestructura financiera, emprendida cada vez más por las corporaciones, tanto financieras cuanto industriales, en el sentido que se pretende desarrollar sintéticamente.

#### COMPETENCIA Y PERFIL ORGANIZACIONAL DEL FINANCIAMIENTO

En este tópico, se tratará de la dinámica de la competencia, de los rasgos generales de los cambios en las corporaciones, algunas nacionales y de algunos impactos macroeconómicos y estructurales.

En relación con los bancos comerciales y con las demás corporaciones financieras y no financieras, se debe observar el siguiente punto: hay en estas instituciones del sistema capitalista una especie de *generalización y homogenización* en las formas en que ellas van operando, restructurándose, con miras a lo que se podría llamar *competencia financiera*,<sup>16</sup> la cual está superpuesta al fortalecimiento de la competencia industrial y comercial, lo que no quiere decir desarticulación con lo productivo, como se observará posteriormente.

Evidentemente, es necesario calificar el modo por el cual esto ocurre; hay diferencias no solamente de *timing* como de particularidades de cada país. Por varias razones, incluso porque no es posible pensar estos cambios estructurales solamente a través del tiempo lógico dado que éste tiene que ser calificado por el tiempo histórico, diferenciado entre los países. Así, ejemplificado, el tiempo lógico-histórico de Estados Unidos es el de la crisis estructural, desde la década de los sesenta, mientras que los de Japón y Alemania son de restructuración de sus espacios de acumulación y expansión, desde la posguerra, ingresando en inestabilidad estructural apenas en los últimos años.

Específicamente en relación con las varias formas de competencia (industrial, comercial y financiera), se abre la posibilidad de temporalidades convergentes o divergentes, condicionadas por las trayectorias históricamente distintas de los varios centros de poder internacional. Es por esto que, mientras Estados Unidos avanza innovando en la competencia financiera, basados en la pasada dominación industrial y comercial, Japón y Alemania lo hacían en las competencias industriales y comerciales pasando apenas recientemente, para bien o para mal, a

<sup>16</sup> Se considera como indicación de esta autonomización financiera relativa a la mayor velocidad de crecimiento de las operaciones financieras *vis-a-vis* las transacciones internacionales en bienes de servicio (ver cuadros 4 y 5).

las incursiones típicas del *financiamiento*, impuestas como modalidad general de la lucha intercapitalista. Estos procesos nacionales diferenciados implicaron, en los últimos tiempos, un mayor poder para Japón y Alemania porque en ellos convergían las temporalidades de las varias formas de competencia.<sup>17</sup> Mientras que, para Estados Unidos, involucrado en otra temporalidad lógico-histórica, se observaba la pérdida de competitividad comercial e industrial, especialmente en las tecnologías productoras de bienes de consumo de masa. Estados Unidos mantienen su poder mundial por las armas y por la fuerza de su importancia financiera.<sup>18</sup> El poder de “coordinar”, en *tour de force*, el “sistema capitalista” cada vez más interdependiente, por la vía del *financiamiento*, se da en función del temor de un derrumbe completo del “patrón dólar” que en lenguaje simbólico fue denominado el *hard landing*.

En un intento por captar los rasgos generales se observa que hay un contexto de aumento de la concurrencia en general, que se amplía en relación con el espacio financiero y el tiempo financiero, lo que afecta no solamente a las corporaciones financieras, sino también a las corporaciones no-financieras.<sup>19</sup>

¡Hay una pérdida del monopolio del crédito y del sistema de pagos por el sistema bancario: autoridades monetarias y bancos comerciales. La oferta de crédito y el sistema de pagos ya no están controlados por los bancos centrales y comerciales nacionales y hay una fuerte tendencia al *financiamiento* con *monedas privadas*.<sup>20</sup>

Los bancos comerciales en Estados Unidos —y parcialmente en Inglaterra y Japón— pasan a operar en el negocio de *securities* y títulos

<sup>17</sup> La organicidad estable, entre bancos e industrias, del elogiado “modelo japonés” empieza a complicarse a partir de mediados de los años ochenta, cuando sus corporaciones se internacionalizan y cargan, para dentro de Japón las características del *financiamiento*. Con ello, las propias “defensas nacionales” del sistema de crédito se dificultan.

<sup>18</sup> Estados Unidos es, todavía, el mayor espacio económico-financiero disponible en el mundo para la valorización de capitales.

<sup>19</sup> El proceso de “securitización”\* —emisión de la deuda directa por parte de las empresas a través de diferentes títulos financieros— hace parte de este movimiento más general (ver cuadros 2, 3 y 11).

<sup>20</sup> La capacidad de la macroestructura financiera en crear crédito y operar mecanismos de pagos al margen, aunque parcialmente, del control de las autoridades monetarias significa, en la práctica, el poder de generar moneda privada. Los títulos financieros bajo permanente innovación, son reconocidos como casi-dinero dada su liquidez y son, pragmáticamente, en las operaciones cotidianas del mercado, moneda privada. De ahí la inocuidad de la indignación de Tobin delante de aquello que, de hecho, ya es: “La idea de que la moneda privada pudiera suplantar la moneda oficial es verdaderamente ridícula”. Ver Tobin (s.d.).

en general, tales como bonos y acciones, actuando como si fuera bancos de inversión y dando inicio a una fuerte presión contra los reglamentos restrictivos, para que los bancos comerciales puedan abrirse y actuar en esta dinámica de competencia que se amplía en el espacio y en el manejo del tiempo financiero.<sup>21</sup>

Los bancos de inversión y las *securities houses*, instituciones que tratan con acciones, títulos, bonos, etc., pasan a ofrecer crédito para las organizaciones financieras y no-financieras, es decir, refuerzan la tendencia de que los bancos comerciales no detengan el monopolio del crédito.

En Europa existe el *Universal Bank*, análogo al banco múltiple, que hace un conjunto de operaciones en todos los mercados (monetarios, de crédito y financieros). Aquí, es importante enfatizar, incluso para establecer las diferenciaciones nacionales, el grado de concentración.

En Estados Unidos, como se sabe —aunque no se puede prever aquí el proceso—, la legislación, después del “crash” de 1929, se implantó la compartimentación del sistema financiero y del sistema bancario. En lo que se refiere al grado de concentración, ocurre lo siguiente: en Estados Unidos, según los datos de 1988 de la FMCG Capital Strategies (consultores financieros en Nueva York), 35 bancos controlan el 50% de los activos del sistema bancario; en Japón, 13 bancos controlan el 50% de los activos bancarios y, en Alemania, 8 bancos controlan el 50% de los activos. Es decir, hay un grado de concentración en los sistemas bancarios del Japón y Alemania diferentes, evidentemente, al de Estados Unidos, por diversas razones.

No obstante, este denominador común en la historia del siglo xx —señalado por los grandes pensadores del comienzo del siglo (como Hobson y Hilferdin)—, es un desarrollo amplio de las varias formas de riqueza. La capacidad del capitalismo de realizar la concentración y fusión de éstas, de manera contradictoria se reproduce a escala internacional, por intermedio de las corporaciones financieras e industriales “globales”.

El grado de concentración, que en Estados Unidos de la posguerra era más bajo, está pasando ahora por una alteración importante; se trata de un proceso de concentración y fusión extremadamente acelerado. Así, existía a mediados de los años sesenta, 13 400 bancos que eran realmente independientes, mientras que, en 1988, este número cayó hasta 9 800.

<sup>21</sup> En Japón, la desreglamentación es más lenta, mientras los conflictos entre los *main banks* y las *security houses* independientes han sido intensos y aún no se solucionaron.

Paralelamente, ocurre una transformación crucial en Estados Unidos en el periodo reciente, que se debe al hecho de que las organizaciones comerciales y manufactureras comienzan a ser propietarias de empresas de seguros, de empresas emisoras de varios títulos, de instituciones de ahorro y de *non-bank banks*. Este conjunto de organizaciones financieras, de propiedad de organizaciones comerciales y manufactureras, comienza a aumentar su oferta de servicios financieros en general. Trátanse de empresas automovilísticas, compañías financieras de consumo, como American Express, Sears, etc., que pasan a ofrecer directamente préstamos comerciales y al consumidor, lo que está relacionado con el hecho ya mencionado de que parte del sistema de pagos comienza a salir del control de los bancos comerciales.

Por tanto, el propio ejercicio de la política monetaria, si ya es difícil en una economía capitalista —en donde la determinación del dinero es simultáneamente exógena y endógena, dependiente de la coordinación entre bancos centrales y bancos comerciales—, mucho más lo es en la medida en que el sistema bancario comienza a perder el control sobre la gestión de la moneda y del crédito. Las organizaciones comerciales y manufactureras entrarán en el sistema de servicios financieros de una forma tan importante que los llamados *non-banks* detentan una participación en el mercado de 45.6%, y los bancos detentan una participación de 54.4% tanto en la oferta de préstamos comerciales, es decir, préstamos para empresas, como en los préstamos para el consumidor. Además, hay una importante presencia de estas empresas en el mercado financiero en general que involucra operaciones de desdoblamiento de títulos privados y, a través de organizaciones financieras asociadas, la aceptación de títulos públicos.

En Europa, lo que ocurre es la histórica presencia del Banco Universal, mencionado anteriormente. La preocupación de los reguladores europeos es, por el contrario, la posibilidad de que las industrias vengán a poseer bancos. No obstante, es necesario enfatizar el hecho de que en Alemania la articulación entre banco e industria tiene una larga tradición histórica que se mantiene en la posguerra, al contrario de Estados Unidos, en donde esta tradición se perdió con la aparición de nuevos oligopolios industriales (electro-mecánica), con la segmentación legal del mercado financiero y con la internacionalización de los bancos.

En Japón, se está montando, desde la posguerra, a través de *cross-share holdings* (participaciones accionarias cruzadas) y estrategias de



mercado e inversión interdependientes, una articulación muy fuerte entre las corporaciones industriales y los varios bancos del sistema financiero, articulación que ya ultrapasó ampliamente los cuadros de la legislación vigente. La articulación era muy fuerte en el *keiretsu*, y viene liberalizándose en función de la internacionalización global. Recientemente, el *financiamiento* está siendo impulsada, principalmente, por las corporaciones que eran, al principio, puramente industriales, tales como la Toyota y la Sony.<sup>22</sup>

Las corporaciones capitalistas contemporáneas son, por tanto, multifuncionales (finanzas, producción y comercial), multisectoriales (varios segmentos industriales), además de multinacionales, y obedecen a una lógica financiera general en la definición, gestión y realización de la riqueza. No obstante, para el dinamismo de la reproducción ampliada de las economías y para el éxito en la competencia intercapitalista, el papel de la restructuración industrial y de la innovación tecnológica es decisivo para basar, fundar y determinar el carácter financiero dominante y la evolución del *financiamiento*.<sup>23</sup>

#### LA MACROESTRUCTURA FINANCIERA Y LA PARADOJA DEL FINANCIAMIENTO

Se hará una breve comparación de lo que fue la característica de las dinámicas financieras en los casos de Japón y de Alemania, respecto a lo que va ocurriendo a partir de la década de los ochenta. Comparándose la evolución de estos países con Estados Unidos, al examinar la cuestión de la deuda y del mercado de acciones, se percibe que, entre 1980 y 1988, el promedio entre el pasivo total de las corporaciones y la suma de su capital accionario y sus reservas eran de 2.7 en Japón, 1.5 en Alemania y 0.3 en Estados Unidos. Es decir, hubo, con el movimiento de expansión, en Japón y en Alemania, un grado de endeudamiento extremadamente mayor y comprensible, dada la articulación conocida entre los bancos y las empresas en los dos países.<sup>24</sup> En Alema-

<sup>22</sup> La Toyota, por ejemplo, tiene participaciones en siete grandes grupos japoneses.

<sup>23</sup> Japón es ejemplar en este aspecto, una vez que el proceso de financiamiento en curso, aunque estabilizador, se superpone a una base técnico-económica extremadamente dinámica, con lo que la superioridad de su economía y de sus grupos empresariales es sostenida en la competencia internacional.

<sup>24</sup> Este endeudamiento se ha reducido por fuerza de la inestabilidad que alcanzaron las empresas y los bancos y de la internacionalización de las filiales que pasan a tomar recursos en

nia, a través de la participación de los bancos en la gestión de las propias empresas; en Japón, a través de las garantías colaterales proporcionadas por *cross-share holdings*, que son situaciones en que una compañía "A" tiene el 10% de las acciones de la compañía "B", mientras "B" tiene 10% de las acciones de la compañía "A", y se hace un acuerdo de posesión en el largo plazo, sin que las acciones sean cambiadas. Solamente una cuarta parte de las acciones cotizadas en la Bolsa de Tokio está disponible para la compra; las demás no, porque hacen parte de estos acuerdos, a través de los cuales los grupos industriales japoneses se articulan. En Alemania, en el inicio de los ochenta, habían apenas 400 compañías cotizadas en la Bolsa, de las cuales solamente 10 eran responsables por 50% del giro. Las expansiones japonesa y alemana de la posguerra no fueron, por tanto, basadas en el mercado de acciones, sino en el mercado cautivo de crédito de los grandes grupos.

Pero en el periodo reciente emerge el mercado de acciones, explícitamente en el caso de Alemania y cada vez más explícitamente en el caso japonés. Hay también, una baja participación de la inversión institucional en la Bolsa en ambos países. Como inversión institucional, se entiende inversión de fondos de pensión, de las compañías de seguros, etc. Las ganancias de las compañías japonesas y alemanas fueron fundamentalmente usadas para el aumento del capital de las empresas y no para una especie de monetarización de la riqueza privada, como esataba ocurriendo en el mercado norteamericano. Esto ha sido objeto de revisión por parte de las propias corporaciones norteamericanas, una vez que el mercado de acciones se transformó en un vehículo de monetarización privada de la riqueza —además de proporcionar alto riesgo de *take-over* por operaciones de *riders*— y con ello, se estaba debilitando a las corporaciones.

En relación con las alteraciones ocurridas desde mediados de los años ochenta, el hecho es que aquellos factores de estabilidad, mencionados en el caso de las economías japonesa y alemana y que dieron a ellas la *performance* conocida, empiezan a modificarse y generar inestabilidades preocupantes.

Hubo, evidentemente, en función del propio potencial tecnológico-

Eurobonos en la medida en que las tasas nacionales quedan más favorables. Este aspecto ha sido examinado por Ernani Tores Filho, de la Universidad Federal do Rio de Janeiro, en su tesis doctorado que se encuentra en elaboración.

industrial de las economías japonesa y alemana y del movimiento de valorización del dólar, una fuerte expansión de los superávits comerciales de estos países. Ello proporcionó un aumento importante de su liquidez en los últimos años, lo que condujo a las empresas, principalmente las japonesas, a una eliminación de sus deudas. Hay informaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, OCDE, de que las 100 mayores empresas japonesas, o cerca de una tercera parte de ellas, tiene saldo de caja mayor que el saldo deudor, es decir, un poder financiero importante que les posibilita crear dentro de sí mismas una especie de bancos internos. Ello ocurre en empresas como Toyota y Nisan (automovilísticas), Matsushita e Toshiba (consumo electrónico). Esta tendencia a la creación de un "banco" dentro de la propia corporación industrial condujo a que 40 compañías ya tengan subsidiarias financieras en Europa y en Estados Unidos, incluso para cuidar de su exposición en cambio y en tasas de interés. Estas unidades financieras internas de las compañías financian la expresión de sus varios segmentos empresariales a costos menores que los propios bancos son capaces de financiar. Entonces hay, en la economía japonesa de los últimos años, elementos de inestabilidad financiera que están en creciente desarrollo, los cuales deben (re)calificar la estabilidad anterior del "modelo japonés".

En la medida que, en el capitalismo contemporáneo las economías alcanzan volumen, escala de acumulación y complejidad del proceso de valorización y de acumulación típicos de capitalismo centrales, ellas constituyen, inevitablemente, un *financiamiento* de la riqueza que origina una inestabilidad financiera general, aunque con diferenciaciones de acuerdo a cada país, dados sus cuadros institucionales.

Esta inestabilidad no es del tipo que Minsky señalaba. Las corporaciones reducen la tasa de endeudamiento con bancos y aumentan el autofinanciamiento con ganancias financieras y diamizan, como un fin en el sí mismas, las aplicaciones financieras (*paper transactions*). La inestabilidad financiera, a nivel micro, depende de situaciones patrimoniales especulativas, resultantes de operaciones en mercados relacionados como los de Tokio, Nueva York, Londres. Como ejemplo: los bancos japoneses fueron afectados, desde octubre de 1990, por operaciones especulativas en el mercado de acciones y de tierras, mientras que, en un primer momento, las empresas industriales con creciente automatización financiera mejoraron su situación financiera. No obstante, en los próximos años se espera que la ola de incertidumbre en

la bolsa de valores acabe por afectarlas, incluso a través del mercado de *warrants*.<sup>25</sup>

Al nivel macro, en diferentes países y en la escala internacional, la inestabilidad se manifiesta por la oposición entre riqueza productiva *versus* riqueza financiera, por el componente financiero del déficit público, por desequilibrios en las reservas internacionales, por elevadas dificultades de coordinación de políticas económicas.

Es importante recordar trechos de James Tobin en el artículo anteriormente mencionado:

Las altas bonificaciones registradas en los valores de rescate no son desprovistas(?) de consecuencias inquietantes: ellas confirman, realmente, el fracaso del mercado, cuyos precios corrientes no traducen los valores fundamentales a largo plazo... (privilegiase la aptitud en la procura de ganancias a corto plazo y de "operaciones con capital febril"... siendo incierto el producto social resultante)... de la proliferación de los instrumentos financieros, de los mercados, y de las oportunidades de *arbitragens* y transacciones ficticias —*páper transactions*.

Observando algunos datos recientes de la economía japonesa, se percibe que la relación entre el total de activos financieros y de propiedades inmobiliarias, equivalente a 35 trillones de dólares y el producto nacional bruto, igual a 3 trillones de dólares, implica un total de activos 10.5 veces mayor de que el producto nacional bruto. Se estimó que los precios de las propiedades inmobiliarias en Japón, en 1990, estarían sobrevaluadas en 40%.

<sup>25</sup> Los bancos detienen acciones de las empresas colaterales, garantías de las operaciones de crédito. Con la desvalorización de la bolsa de Tokio que afectó la rentabilidad de los bancos, se terminó fragilizando las empresas cuyas acciones detentan como colaterales. Los bancos no tienen tanta libertad para cambiar sus activos (patrimonio) en el "portafolios", una vez que ello provocaría demasiada desvalorización contaminadora del sistema. *Warrant* es un instrumento negociable que da al propietario el derecho de comprar (de) o vender (para) el emisor de *warrant* un título de renta fija o acciones, bajo determinadas condiciones y plazos. En lo que se refiere a la conversión de acciones, una de las condiciones es el *exercise price* lo cual, cayendo más allá de un límite, proporciona al poseedor del *warrant* el derecho de rehusar la mencionada conversión. Con la caída de la bolsa en 1990, aquel límite fue alcanzado en más de la mitad del *stock* de ciento veinte mil doscientos millones de dólares que las empresas habían emitido en *warrants*. Estas empresas tendrán, mantenida esta situación, que tomar dinero prestado a la tasa de interés, hoy más elevada, a fin de rescatar los *warrants*. El costo básico de préstamos saltó del 4.6% (1987-1989) hasta 8% en 1991, en términos reales 4.5%, lo que supera la tasa norteamericana del 2.3%. Los vencimientos de los *warrants* concentrarse entre 1992-1993, tiendo el índice de la bolsa (Nikkei) que elevarse del 20 al 50% para convencer los poseedores de *warrants* a convertirlos en acciones. Ver *The Economist* (1991).

De aquel total de activos, cerca de 14 trillones de dólares corresponden a activos inmobiliarios, mientras que títulos y acciones corresponden a 21 trillones de dólares. En el comienzo de 1990, la Bolsa de Tokio, después de un proceso de intensa capitalización, rebasó, incluso a Inglaterra, en la capitalización como porcentaje del producto. La economía japonesa presentaba una relación entre capitalización —el precio de las acciones multiplicado por el número de acciones en el mercado— y el producto equivalente a 1; lo que tuvo como consecuencia la devaluación que se verificó en la Bolsa de Tokio.<sup>26</sup>

Dice Hiroshi Takeushi, del Long Term Credit Bank del Japón, a propósito de este cuadro: “esto es altamente inestable, puede derrumbarse al menor movimiento o sorpresa”. Sijuro Ogata, del Banco de Japón, dice que “el desarrollo de la tecnología de las innovaciones en las técnicas financieras, tales como los *swaps*, rompió las fronteras entre las naciones que no pueden más proteger los jugadores internos de los competidores de afuera”.<sup>27</sup>

Es decir, la cuestión que se refiere al nacional *versus* internacional no debe ser observada apenas como la presencia física de las empresas financieras dentro del país, sino también a través de una tendencia de una creciente relación entre los niveles nacional e internacional, proporcionada por las operaciones en la macroestructura financiera.

Existe en la actualidad un proceso de modificación de la actuación del mercado norteamericano que refleja una regeneración frente a las ya conocidas consecuencias perversas del *financiamiento*. Por esta “autocrítica”, los fondos de pensiones, las compañías de seguro, etc., están actuando en conjunto con las gerencias de fondos de inversiones, que aplican en las corporaciones y participan del *board* de estas corporaciones.

El hecho es que algunos elementos comunes parecen diseñar el perfil empresarial del *financiamiento* que tiende a reducir la diferencia, en lo referente a la gestión de la riqueza, entre el capital bancario y el capital industrial. Entre el productivo y el financiero, aunque se mantenga la diferenciación de estas esferas desde el punto de vista de su papel en el desarrollo de las fuerzas productivas. Tanto por el lado de los bancos, como por el lado de las grandes empresas financieras y de las grandes corporaciones, es decir, en todas las organizaciones líde-

<sup>26</sup> Con la aclaración de que los índices no son absolutamente comparables debido a las diferencias de cálculo patrimonial en las empresas japonesas y en las de otros países.

<sup>27</sup> Ver Tobin (s.d.).

res y en la mayoría de los capitalismos centrales, existe un movimiento en el sentido de que su estructura organizacional y de cálculo financiero se dirija a una articulación que constituye una paradoja: una capitalización financiera, incluso llevada, ficticiamente, a ciertos límites extremados, *pari passu* con la capacidad de innovación tecnológica-productiva y de financiar desequilibrios de balanza de pagos.

Por tanto, es el propio núcleo de las corporaciones capitalistas y sus estrategia en la macroestructura financiera que nos remiten a identificar una nueva dinámica, a analizar la enorme *flexibilización* del tiempo de rentabilidad de las inversiones, de las relaciones débito/crédito y aún de las relaciones activo/pasivo. Jamás fue tan grande la movilidad entre las diversas *formas de cristalización de la riqueza capitalista*<sup>28</sup> en la búsqueda de mayor y más rápida rentabilidad, permitida por la conversión de las diversas temporalidades, de los activos en una estructura temporal de valorización siempre actualizada con los repetidos impulsos de revisión de las decisiones pasadas. Esta capacidad de rápida revisión sobre la estructura temporal de valorización de los activos, aparentemente a un costo cada vez menor, aunada a la extensión del mercado financiero a escala global, posibilita el máximo de aprovechamiento del tiempo capitalista de la valorización.<sup>29</sup>

Así, los grupos empresariales líderes que son también partes constitutivas e integrantes de la macroestructura financiera presentan las siguientes características en sus estrategias de valorización y crecimiento:

1. El conglomerado de servicios y cálculos financieros pasa a ser el centro de las nuevas corporaciones de estas “nuevas empresas”.
2. Se privilegia en estas corporaciones el acceso al capital, a la información, a la formación de *networks* tecnológicos y a los mercados globales, vía agrupación de empresas con diferentes funciones en el interior de los grandes grupos.
3. Tiende a ocurrir, como ya se mencionó, lo que se llama *cross-share holdings*.
4. Hay una flexibilización del tiempo de rentabilización de las inversiones y también de las relaciones entre débito y crédito, y aun de las relaciones entre activo y pasivo.

<sup>28</sup> Ver en los cuadros 2 y 3 la expansión de los activos financieros representativos de la riqueza mobiliaria ampliada por la capitalización financiera en el mercado de bonos y mercado de acciones.

<sup>29</sup> Agradezco a José Geraldo Portugal Júnior por la contribución para mejor explicar esta parte del argumento.

5. Ocurre una combinación simultánea de movilidad, liquidez, rentabilidad y especulación —incluyendo allí las ganancias de arbitraje— en la circulación de capitales.

Así, se observa que hay una introyección por parte de estas organizaciones, de la paradoja más general del *financiamiento*, al mismo tiempo en que sus prácticas engendran, en el plan macroeconómico y macrofinanciero, la dinámica paradójica que es la huella de la crisis contemporánea y de las reestructuraciones en proceso en los capitalismos centrales.

### CONCLUSIÓN

Las nuevas estructuras —en el plano micro y macro— y los nuevos movimientos generales que están emergiendo —con mayor o menor velocidad, en los diferentes capitalismos, y con algunas diferenciaciones, dados los cuadros político-institucionales— configuran lo que se puede llamar la paradoja del *financiamiento*.

Hay una economía capitalista internacionalizada,<sup>30</sup> en la cual las tres grandes economías marcan el ritmo y el desequilibrio entre la velocidad de la expansión de los mercados financieros y de los mercados de bienes y servicios es cada vez más alarmante, inclusive a nivel internacional.<sup>31</sup>

El Fondo Monetario Internacional, en sus relatos de 1988, 1989 y 1990, enfatiza su preocupación por la volatibilidad de las tasas de interés y de las tasas de cambio derivadas del hecho de que los mercados financieros siguen expandiéndose a una velocidad superior a la de los demás mercados. Hay circulaciones cambiarias importantes que derivan tanto de la inestabilidad norteamericana cuanto de la apertura de varias áreas monetarias, aun bajo el peso de la inestabilidad del dólar.

En el proceso del *financiamiento* de la riqueza capitalista hay una articulación compleja entre moneda, crédito y patrimonio; es lo que ha ocurrido en las últimas décadas. Existe un sistema monetario internacional en mutación, generador de incertidumbre estructural y, por tanto, de inestabilidad. El patrón dólar está problematizado, pero no

<sup>30</sup> Observar en los cuadros 7, 8, 9 y 10 el crecimiento de los bonos eternos de los títulos gubernamentales en el extranjero, y de los inversionistas institucionales en títulos extranjeros, y las posiciones, en el exterior, de bancos japoneses y alemanes.

<sup>31</sup> Ver cuadros 4 y 5.

existe un nuevo patrón que lo sustituya —el yen no cumple este papel—; esto significa que, como no se resolvió la fundación de una nueva moneda internacoinal, queda un sistema de moneda mixta. Luego, la paridad incierta de las monedas y la volatilidad de las tasas de interés impiden la estabilidad monetaria. La defensa de la riqueza, del patrimonio, se hace en las operaciones de la macroestructura financiera, la cual también va alterando las formas de crédito, incluso reduciendo la separación nítida entre los mercados de crédito y de capitales.<sup>32</sup> Todos los líderes capitalistas —corporaciones y países— actúan en la macroestructura, aunque existan diferencias morfológicas entre ellas, en el plan organizacional. Por esta vía se efectúa una coordinación monetaria, forzada y efímera porque la posibilidad de un cuadro más “equilibrado”, interpaíses, con respecto a las reservas internacionales, es dominada por Japón, sin cuya participación no hay acuerdo entre los bancos centrales; mientras que el poder fundante y la moneda pública y hegemónica son las de Estados Unidos, la potencia dominante en crisis.<sup>33</sup>

La realización de capiatlización financiera y riqueza ficticia son tan intensas, así como la posibilidad de monetizar (aunque parcialmente) esta riqueza, propiciadas por la estructuración existente en la macroestructura financiera, no sólo entre los mercados privados sino de éstos con los bancos centrales, podría llevar a la creencia, a los menos lúcidos, que se tendría, en lo mínimo, un cuadro de estancamiento de la inversión innovadora.

No obstante, lo que se percibe es que en la crisis contemporánea y en la restructuración contemporánea se logró superar dos coyunturas internacionales críticas, mediados de los setenta y en los inicios de los ochenta. Este proceso no provocó un “crash” financiero ni una gran depresión; por el contrario, volvió posible un periodo de ocho años de crecimiento (1983-1990) acompañado de una especie de rentismo institucionalizado. Después de este periodo, surgen las inestabilidades que estamos presenciando, especialmente en Estados Unidos y Japón, como si la crisis estuviera de regreso.

<sup>32</sup> El sistema dominante, el capitalismo norteamericano, ha sido basado en el mercado de capitales —*capital market based*, como, además, tienden a ser los sistemas dominantes. Por otro lado, los sistemas nacionales son basados en el crédito —*credit based*— los cuales tienden a ser asediados, por agentes internos y externos, frente a la *financierización* internacionalizada en curso.

<sup>33</sup> Obsérvese que el dólar sigue siendo la principal moneda de referencia para la emisión de títulos (ver cuadro 6).



Se repiten en los movimientos de las economías, las tensiones inflacionarias, las inestabilidades cambiarias, los desempleos importantes —en algunas áreas del capitalismo europeo— bien como la reciente emergencia de especulaciones financieras en Japón, formando una dinámica paradójica.

El rentismo institucionalizado hace recordar, por ironía, la eutanasia del rentista que soñaba Keynes y que no ha ocurrido. Al contrario, ocurre la institucionalización del rentismo en la macroestructura financiera analizada, lo que, al mismo tiempo, combínase con el inversionista innovador. Es lo que se comprende, en este trabajo, como paradoja del *financiamiento*, porque es una forma contemporánea por la cual los diversos capitalismos desarrollados están consiguiendo, simultáneamente, operar productiva y especulativamente, aunque plenos de inestabilidad.

Cabe pensar que esta paradoja del *financiamiento* puede iluminar el hecho de que aún no estamos ante una “Tercera Revolución Industrial”, por la cual el progreso técnico estaría engendrando una expansión capitalista de largo plazo. Hay evidencias de que la velocidad de innovaciones tecnológicas-productivas es gigantesca. No obstante, es importante considerar que ello no ha afectado la infraestructura ni las inversiones pesadas del tipo de la “Segunda Revolución Industrial” (electricidad, transportes, química, siderurgia). Se ha caracterizado como un ciclo tecnológico, con desdoblamientos cortos y rápidos, sobre segmentos importantes del complejo electroelectrónico y del complejo metalmeccánico. Consecuentemente, queda la hipótesis de que este *financiamiento* si no impide el progreso técnico, limita su propagación plenamente revolucionaria de las bases técnicas de la reproducción ampliada; cuestión comprensible, dado que se analizó su impacto en los sectores público y privado.

El movimiento contemporáneo de estas economías no corresponde a la regulación armónica del capital financiero esperado por Hilferding, entre otros. Tampoco no corresponde, plenamente, a la teoría cíclica de Schumpeter, asociada al automatismo del progreso técnico en el “capitalismo trustificado”,<sup>34</sup> por la cual se tendría en la actualidad,

<sup>34</sup> Se hace referencia al análisis de Schumpeter sobre el automatismo del progreso técnico, propio de la fase “trustificada” del capitalismo, atenuaría la inestabilidad cíclica que antes existía en el capitalismo concurrencial. Obviamente no se está cuestionando su genial visión general acerca de la evolución capitalista, incluyendo la idea de destrucción creadora que estimula importantes análisis actuales sobre innovaciones técnicas. Se quiere llamar la aten-

según esta interpretación, una ola larga de crecimiento basada en la “tercera revolución tecnológica”. Tampoco equivale a la eutanasia del rentista esperada por Keynes, una vez que el Estado no ha sido capaz de promocionar un aumento de la masa de capitales productivos en el sentido de hacer que la eficiencia marginal del capital llegue a cerca de cero y, de esta forma, conduzca a la eutanasia.

Esta limitación que afecta al Estado es ocasionada tanto por la naturaleza de sus déficit como por la desregulación de los sistemas bancarios nacionales, los cuales, además, tienen sus operaciones altamente condicionadas por la intermediación financiera. Con esto, el financiamiento y el gasto público, así como los sistemas nacionales de crédito, no han podido realizar la utopía de Keynes y han impuesto restricciones a la profundización de las transformaciones tecnológicas en la perspectiva de la reproducción ampliada.<sup>35</sup>

La dinámica capitalista en cuestión es de naturaleza nueva, es decir, las formas de movimiento de esta crisis y de su restructuración son nuevas, de modo que la mayoría de los textos teóricos existentes sobre la dinámica económica del capitalismo no son pertinentes. No lo son las dinámicas formales que derivan del pensamiento de la síntesis neoclásica, ni algunas dinámicas neokaleckianas, ni otras neoschumpeterianas, todas basadas en las repeticiones de las fases del ciclo —cortas, medianas, largas.

Se observa una inestabilidad estructural marcada por esta lógica del *financiamiento*, que es paradójica en los varios sentidos mencionados.

Es importante, retomando el eje lógico anterior, que se subraye la

ción para el hecho de que la dinámica económica global y el movimiento de la riqueza, en el capitalismo contemporáneo, no pueden ser comprendidos ni por la propia teoría cíclica schumpeteriana.

<sup>35</sup> Para Keynes, la razón de un activo como equipo de capital para tener rendimiento líquido es la escasez. El capital es escaso porque existe la competencia de la tasa de interés sobre el dinero. Si la acción estatal provocase abundancia de “capital” — *goods*, su eficiencia marginal caería a cero y ocurriría una gradual desaparición de una tasa de retorno sobre la riqueza acumulada. El propietario del capital gana interés apenas cuando el capital es escaso. Keynes es incisivo: “Yo veo, por tanto, un aspecto rentista del capitalismo como una fase de transición que desaparecerá cuando se realice trabajo. Y con la desaparición de su aspecto rentista, el capitalismo, mucho más todavía, experimentará un cambio de dimensiones oceánicas. Será, además, una gran ventaja del orden de los eventos que estoy defendiendo que la eutanasia del rentista, del inversionista sin funciones, no será nada rápido, meramente una continuación gradual más prolongada de la que hemos presenciado recientemente en Gran Bretaña, y no será necesaria ninguna revolución”. Ver Keynes (1964, p. 376).

existencia de una *macroestructura financiera*, en la cual hay una articulación entre mercado y Estado, entre corporaciones, con el perfil señalado, y bancos centrales; es importante que se identifique la ocurrencia de una simultaneidad en los procesos de realización de la renta y de la capitalización financiera y ficticia.<sup>36</sup>

Evidentemente, ello confiere a esta restructuración características distintas de las típicas de los modelos del ciclo o de una onda larga de crecimiento. Al contrario, se trata de una restructuración que, en los distintos capitalismo, con sus matices políticos-institucionales, provoca repetidamente la impresión de que, de nuevo, se está en la crisis.<sup>37</sup>

Es la inestabilidad estructural con dominio financiero, como ya mencionamos, que es la huella de este capitalismo contemporáneo. En esta concepción teórica, el movimiento es formado por fluctuaciones coyunturales de perfiles mutables y por una tensión estructural entre expansión y crisis, derivados de la forma de interacción entre acumulación de capital en general y demanda efectiva, propia del *financiamiento* y de la gestión de la riqueza en la macroestructura financiera. Es decir, la dinámica no deriva prioritariamente del cálculo capitalista sobre el ajuste de la inversión en el *stock* de capital productivo tal como en los modelos del ciclo. Por tanto, no es correcto pensar el movimiento a través de las fases repetitivas del ciclo —auge, recesión, depresión, recuperación, auge.

No ocurren ni los colapsos que se imaginaban, por un lado, ni las regulaciones que se diseñaban, de forma ideal, por otro; aunque existen regulaciones contradictorias y conflictivas a nivel macroeconómico y a nivel de la propia estructura.

Finalmente, se entiende que frente al *financiamiento* y a la correspondiente macroestructura internacionalizada, que afecta los países, el capitalismo central no es más el “capitalismo industrial” en el cual, en ausencia de la crisis, el empresario innovador capta el crédito, adelanta gastos productivos, compra fuerza de trabajo, vende la produc-

<sup>36</sup> En la medida en que esta capitalización financiera-ficticia se volvió modalidad permanente de realizar riqueza, identificarla como ficticia es hasta cierto punto discutible. No obstante, puesto que ello no deja de poner contradicciones entre riqueza y reproducción, que quede registrada como tal.

<sup>37</sup> Este inicio de la década de los noventa es ilustrativo en la medida que parece ser el momento en que las tres grandes potencias capitalistas están por convergir, a un solo tiempo, en una coyuntura explicitadora de la inestabilidad estructural: recesión norteamericana, fragilización de bancos y empresas japonesas, complicaciones monetarias en Alemania aunque, en este caso, exista una fuerte determinación geopolítica.

ción, realiza ganancias y todo recomienza con miras a la producción, resultando en la realización ampliada de la renta y en la reproducción global del sistema. Al contrario, en el capitalismo actual, en particular desde el fin de los años sesenta, al margen de las diferentes temporalidades nacionales, los grupos empresariales —verdaderas corporaciones capitalistas— actúan, simultáneamente, por la riqueza financierizada y por la producción, engendrando, intermitentemente, las inestabilidades oriundas de la contradicción entre la realización de la renta (producto) y de la capitalización financiera. Además, dejando el sistema en este proceso, como que permanentemente está en crisis, o mejor, casi en la crisis.<sup>38</sup>

La riqueza, en el capitalismo pretérito, como que aparece en estadio menos complejo de su contradicción con la reproducción global, aunque el carácter destructivo de sus crisis haya sido enorme, tanto para el capital como, especialmente, para el trabajo. A este capitalismo correspondía una articulación menos compleja entre moneda, crédito (inversión) y patrimonio.

El proceso industrial-reproductivo obviamente permanece y es crucial para la reproducción ampliada, pero lo nuevo en el capitalismo actual es que el “capitalismo industrial” está *subsumido* al movimiento más general de gestión y realización de la riqueza (*latu sensu*) bajo el dominio financiero. En este movimiento el capital y la tecnología no sólo se tornan el “viejo trabajo”, y el propio trabajador, redundantes, sino que agobian el mundo no sólo de mercancías, como anteriormente, sino también —y preponderantemente—, de activos financieros, materialización abstracta y plena del patrimonio; movimiento en que el espacio y la temporalidad dominantes, intrínsecamente, para fines de la riqueza, son engendrados por la dimensión financiero-monetary internacionalizada. Así, se constituye una interacción específica dinámica entre moneda, crédito y patrimonio, distinta de la del capitalismo pretérito.

Las fábricas, el trabajo, el capital productivo son, por supuesto, el sustrato contradictorio —y utópicamente desechable— de la riqueza financiero-monetary que es uno de los verdaderos objetos del deseo impulsados por la sociabilidad capitalista. La riqueza privilegiada, en la sociabilidad contemporánea, está en las acciones (*shares*), en los

<sup>38</sup> Este es el camino, en la perspectiva de este trabajo, para reencontrar lo que, imprecisamente, ha sido llamado de “riesgo sistémico”, asociado, en la literatura, a las transformaciones financieras recientes.

activos financieros securitizados, en las monedas, en el dinero, y finalmente, como riqueza plena, líquida y general; dinero y títulos como riqueza financierizada y contradictoriamente autonomizados en relación con las demás mercancías.

Se podría decir que siempre fue esta la naturaleza de la búsqueda de la riqueza capitalista. No obstante, una vez más, la innovación está en que lo que era limitado, parcial, nacional, momento transitorio, se volvió amplio, restructurante de los planes micro y macro, dominante, institucionalizado, internacionalizado y marca de la sociabilidad, aunque el acceso a este tipo de gestión y realización de la riqueza sea altamente diferenciado, entre naciones, clases sociales y capitales, por causa de las desigualdades y la heterogeneidad de todo tipo, presentes en el proceso capitalista mundial.

Este proceso —de *financiación* de la riqueza— es, resumiendo, una verdadera paraja en los capitalismo centrales, en los cuales la gestión especulativa de la riqueza es llevada a extremos y, aún así, paradójicamente articulada con la reproducción ampliada, redefiniendo la dinámica de las crisis y de las reestructuraciones, como se demostró. Como paradoja, se pone en jaque a sistemas y presupuestos, de diferentes escuelas, en la interpretación del capitalismo, que hasta hoy son presentadas como actuales, consistentes e incuestionables.

La capitalización financiera y ficticia, componente estratégico de este proceso, impone su ritmo agitado y consecuencias nefastas —especialmente en los países periféricos— a los procesos sociales y a las vidas de los tiempos actuales. Termina siendo pertinente recurrir a una alegoría y concluir con el *Ciudadano Kane* de Orson Welles que quizá haya expresado en una irónica declaración el drama impuesto, aún a los dominantes, por el ejercicio del mencionado deseo y poder típicos de estas sociedades del siglo xx: “Si yo no fuera rico hubiera sido un gran hombre.”

*Traducción: Nildo Domingos Ouriques/Eliete Avila Wolff*

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Barnet, Richard J. & Müller, Ronald. *Poder global — A força incontrolável das multinacionais*, 1974, Río de Janeiro, Distribuidora Record.
- Braga, J. C. de S. *Temporalidade da riqueza, instabilidade estrutural e financiarização do capitalismo*, Campinas (Tese de Doutorado, Instituto de Economia da UNICAMP).
- Coutinho, L. *Desenvolvimento tecnológico da industria e a constituição de um sistema nacional de inovação no Brasil* (projecto de investigación) Campinas, IE da UNICAMP (mimeo).
- “Fast crash or slow?”. *The Economist*, London, vol. 315, núm. 7654, p. 78, May, 1990.
- “A survey of international finance”. *The Economist*, London, vol. 319, núm. 7704, pp. 5-52, April, 1991.
- Keynes, J. M., *The general theory of employment, interest, and money*, New York, Darbinger.
- Minsky, H. P., *John Maynard Keynes*, Columbia, Columbia University Press, 1975.
- , *Stabilizing an unstable economy*, New Haven, Yale University Press, 1986.
- Swoboda, A. K. & Portes, R., *Threats to international financial stability*, Cambridge, Cambridge University Press, 1987.
- Tavares, María da Conceição Tavares, “A retomada da hegemonia americana”, in *Revista de Economia Política*, Sao Pulo, vol. 5, núm. 2, pp. 5-15.
- , *Reestructuración industrial y políticas de ajuste macroeconómico en los centros* (La modernización conservadora), Campinas, Instituto de Economia da UNICAMP (mimeo).
- Tobin, J., *Grandezas e limitações da mão invisível*.

## ANEXO ESTADÍSTICO

CUADRO 1. *Receta no operacional de grandes corporaciones de Japón como porcentaje de las ganancias operacionales*  
(año fiscal)

1960	22.9	1975	62.5
1961	27.9	1976	51.4
1962	34.2	1977	61.4
1963	30.3	1978	55.6
1964	32.1	1979	34.9
1965	37.5	1980	43.0
1966	32.4	1981	41.5
1967	29.1	1982	44.7
1968	29.9	1983	45.6
1969	29.3	1984	41.1
1970	33.0	1985	50.4
1971	44.3	1986	60.4
1972	43.2	1987	50.5
1973	35.5	1988	42.0
1974	42.9		

NOTA: Corporaciones son aquellas industrias con capital integrado arriba de un billón de yens. La receta no-operacional abarca rendimiento de intereses y dividendos, tasa de descuento de facturas y ganancias del capital realizado con "securities".

FUENTE: Hojinkigo Tokei Nenpo.

CUADRO 2. *Transacciones en "portfolios", Estados Unidos*  
(en miles de millones de dólares)

	1974	1980	1985	1986	1987	1988	1989
Total de las transacciones internacionales	66.3	251.2	1 497.3	3 060.2	3 911.4	4 177.3	5 473.2
Bonos	37.0	158.1	1 292.6	2 682.6	3 239.6	3 661.2	4 826.6
Acciones	29.3	90.1	204.7	377.6	671.8	517.1	646.7
Transacciones norteamericanas con valores mobiliarios extranjeros							
Bonos							
Compra	8.7	18.1	85.2	170.7	207.0	226.0	240.0
Venta	2.4	17.1	81.2	167.0	199.1	218.5	234.1
Acciones							
Compra	1.7	10.1	24.8	51.0	94.4	77.3	121.4
Venta	1.6	7.9	20.9	49.0	95.5	75.4	108.9
Transacciones externas con valores mobiliarios norteamericanos							
Bonos							
Compra	14.3	66.6	585.2	1 207.5	1 443.3	1 646.8	2 220.7
Venta	11.5	56.3	541.0	1 137.4	1 390.2	1 569.9	2 131.8
Acciones							
Venta	10.7	34.9	77.1	129.4	232.8	183.2	203.4

NOTAS: (i) Los datos subren transacciones entre un residente y no-residente; fueron excluidas las transacciones de valores mobiliarios americanos realizadas entre dos residentes en el exterior y transacciones de valores mobiliarios extranjeros realizadas entre dos residentes en Estados Unidos.

(ii) En el ítem transacciones americanos, las compras se refieren a aquellas hechas por residente en Estados Unidos (que en el boletín del tesoro aparecen como "ventas externas").

FUENTES: Boletín del Tesoro Americano y U\$ Security and Exchange Comisión (1987).



CUADRO 3. *Indicadores de inversión de "portfolios en países en desarrollo y en países desarrollados*  
(en miles de millones de dólares)

*A. Emisiones de bonos internacionales*

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Países desarrollados <sup>2</sup>	96.8	147.2	212.3	166.6	213.4	240.4	207.1
Países en desarrollo	3.8	6.9	4.3	3.1	4.2	2.6	3.6
De los cuales:							
Siete economías asiáticas dinámicas <sup>3</sup>	2.7	4.9	1.8	0.8	1.1	1.5	2.4
Europa Oriental	—	0.4	0.3	0.5	1.4	2.2	1.6
Instituciones Internacionales de Fomento <sup>4</sup>	7.9	10.7	9.2	10.3	8.0	10.3	14.6

FUENTE: BIS International laking and financial market defelopment, varias ediciones y OECD *Financial Statistics Monthly*, varias ediciones.

<sup>1</sup> Bonos internacionales y emisiones externas tradicionales de bonos.

<sup>2</sup> Instituciones del Mercado Común Europeo y países miembros de la OECD.

<sup>3</sup> Hong Kong, Singapur, Corea del Sur, Taiwan, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>4</sup> AfDB, ASDBM IBRD, IDB e IFC.

*B. Capitalización en el Mercado de Acciones*

	1980	1984	1988	1989	1990 <sup>e</sup>
Países desarrollados <sup>5</sup>	2 592.1	3 293.9	9 402.8	11 005.4	8 985
Países en desarrollo	146.0	129.6	466.9	724.6	544
De los cuales:					
Siete economías asiáticas dinámicas	87.0	73.2	345.1	559.2	410
América Latina <sup>6</sup>	39.9	37.0	57.8	83.0	74

<sup>e</sup> = Datos estimados.

FUENTE: Factbook de los Mercados Accionarios emergentes, publicación de la Corporación Internacional de Finanzas, actualizada en 1990.

<sup>5</sup> Todos los países miembros de la OECD más Israel y África del Sur.

<sup>6</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Uruguay y Venezuela.

*C. Stoks globales de bonos de títulos patrimoniales ("equities")*

	1983	1985	1988	1989
<i>Carteras globales</i>				
Títulos Patrimoniales	3.284	4.667	9.297	10.926
Bonos	4.318	6.049	10.067	10.622
Stoks de no residentes				
Títulos Patrimoniales	233	341	619	728
Bonos	345	589	1.148	1.357
Stoks de no residentes como porcentaje de las carteras globales				
Títulos Patrimoniales	7.1	7.3	11.4	12.8
Bonos	8.0	9.7	11.4	12.8

FUENTE: Mercados Financieros Mundiales, J. P. Morian (1989, núm. 5), actualizada.

CUADRO 4. *Actividad económica, comercio internacional  
y financiamiento internacional*  
(tasa de crecimiento anual compuesta)

	1964-1972	1972-1980	1980-1985	1964-1985
Producto interno bruto <sup>a</sup>	9.6	15.0	4.7	10.4
Comercio internacional en bienes y servicios <sup>b</sup>	12.0	21.2	0.4	12.4
Financiamiento internacional <sup>c</sup>	33.6	26.7	12.9	25.8

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales (Suplemento de 1984 y Anuario de 1986). Citado por Ralph C. Bryant (ver nota 4).

<sup>a</sup> Datos mundiales excluyendo el bloque soviético.

<sup>b</sup> Datos mundiales excluyendo el bloque soviético.

<sup>c</sup> Datos de *Bank for international Settlements*. Corresponden a créditos bancarios internacionales líquidos. Abarca los países desarrollados del Grupo de los Diez (en el BIS), otros europeos y sucursales de bancos norteamericanos en centros como Bahamas, Singapur, etcétera.

CUADRO 5. *Nuevos medios de financiamiento en el mercado internacional*  
(mil millones de dólares)

<i>Instrumentos</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1994</i>	<i>1985</i>
A. Emisión de títulos internacionales <sup>a</sup>	44.0	71.7	72.1	108.1	163.6
B. Emisión de notas de préstamos <sup>b</sup>	1.0	2.3	3.3	18.9	49.5
C. Bancos: préstamos sindicalizados <sup>c</sup>	131.5	100.5	51.8	36.6	21.2
D. Total de los nuevos instrumentos (A + B + C)	176.5	174.5	127.2	163.6	234.3
E. Participación de los instrumentos de securitización (A + B/D)	25.5%	42.4%	59.3%	77.6%	91.0%

FUENTE: *Bank for International Settlements*. Relatorio de 1986, citado por Ralph C. Bryant (ver nota 4).

<sup>a</sup> Son *International Bond Issues*: incluye *Floating Rate Notes*, Título de tasas de intereses flotantes, superadas en media, a cada 6 meses; excluyen títulos que incluyen acciones como garantía.

<sup>b</sup> Incluye los instrumentos que tienen suscripción o nac, tales como NIFS, RUFs, y Euro-comercial papers.

<sup>c</sup> No incluye préstamos existentes en que solamente los *spreads* son cambiados: incluye paquetes promovidos por el FMI, entidades gubernamentales y bancos comerciales, en cooperación, con "dinero-nuevo".

CUADRO 6. *Mercado globales de bonos*  
(parcelas en porcentaje en el final del periodo)

	1980	1985	1988	1989
<b>Total nominal emitido:</b> (con % del PNB)	46	66	74	75
<b>Moneda en que los valores están expresados:</b>				
Dólar americano	44	52	46	48
Yen japonés	17	18	22	19
Marco alemán	10	7	8	8
Otras	29	23	24	25
<b>Mercados:</b>				
Internacional	4	7	10	10
Interno	96	93	90	90

FUENTE: Benavides, Rosario (1990) — "How big is the world bond market"? New York, Salomon Brothers Benzie, Richard (1991) — "The development of the international bond market" Unpublished (january).

CUADRO 7. *Emisiones de bonos externos, por tipo*  
(en mil millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Total de emisiones de bonos externo	167.8	227.1	180.8	227.1	255.7	228.8
Tasa fija	94.8	141.5	121.3	160.2	154.6	160.2
Tasa flotante	58.7	51.2	13.0	22.3	17.8	36.8
Conversivel	7.0	7.8	18.2	11.3	14.1	9.5
Certificaciones patrimoniales	4.3	19.1	24.8	29.7	66.2	21.1
Memorando:						
Certificados ("Equity Warrants") patrimoniales en dólares	n.a.	n.a.	20.3	27.0	61.5	17.4
Acciones ordinarias emitidas en mercados internacionales	2.7	11.6	20.3	9.1	16.7	14.9

FUENTE: Tendencias del Mercado Financiero, de la OECD, e Howell y Cozzini (1989 y 1990).

CUADRO 8. *Penetración extranjera en los mercados de bonos de gobiernos nacionales*<sup>1</sup>

	1983	1985	1988	1989
Australia <sup>2</sup>	20	33	55	54
Bélgica	4	10	13	14
Canadá	16	21	31	37
Francia	4	2	6	15
Alemania <sup>2</sup>	9	17	31	34
Italia	3	4	4	6
Japón	6	6	4	4
(Holanda)	33	28	35	37
España <sup>3</sup>	0	0	2	5
Reino Unido	9	11	15	15
Estados Unidos	13	14	17	19
Average	10	13	13	15

<sup>1</sup> *Stoks* detenidos por no residentes como porcentaje de los bonos domésticos y del Euro-bonos Gobierno central — a menos que haya indicaciones en contrario.

<sup>2</sup> Gobierno central y local.

<sup>3</sup> Excluidos Eurobonos.

FUENTE: Mercados Financieros Mundiales, J. P. Morgan (1989, núm. 5, actualizado).

CUADRO 9. *Stoks de valores mobiliarios extranjeros detenidos por inversionistas institucionales, como porcentaje de sus stoks totales de valores mobiliarios*

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>1</sup>
<i>Estados Unidos</i>							
Fondos de pensión privados <sup>2</sup>	1.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.1	
<i>Japón</i>							
Empresa de seguro de vida	9.0	26.4	28.9	31.4	31.1	33.9	32.2
Otras empresas (excepto de seguro de vida)	7.4	19.4	21.5	21.5	22.3	26.1	26.2
Cuentas fideicomisarias/bancos	2.2	14.0	17.1	16.7	15.3	17.0	18.6
Seguro de vida postal	0.0	6.7	9.2	11.2	11.3	11.2	11.2
<i>Memorandum</i>							
Activo total de las empresas aseguradoras <sup>3</sup> (en mil millones de 1 000 Yenes)	42.8	94.1	111.7	132.4	157.7	172.9	192.2

CUADRO 9. (Continúa)

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>1</sup>
<i>Canadá</i>							
Empresas de seguro de vida	2.1	2.2	2.8	3.4	3.5	3.6	3.6
Fondos de pensión	6.1	6.6	7.0	6.6	6.7		3.6
<i>Alemania</i>							
Empresas de inversión	10.8	40.4	34.9	39.3	57.8	59.9	58.9
<i>Italia</i>							
Empresas de seguros	11.7	10.1	8.1	8.4	10.4		
<i>Reino Unido<sup>4</sup></i>							
Empresas de seguros	6.9	17.3	19.7	15.7	17.7	22.3	
Fondos de pensión	10.3	17.8	20.1	16.3	17.8	22.2	
<i>Memorandum</i>							
Activo líquido total de las empresas de seguros y fondos de pensión (en miles de millones de dólares)	109.5	287.8	350.7	406.4	465.1		
<i>Bélgica</i>							
Empresas de seguros y fondos de pensión	1.7	3.3	3.8	3.3	2.8		
<i>Países Bajos</i>							
Empresas de seguros	5.2 <sup>5</sup>	10.3	11.0	11.0	11.4	10.1	9.8
Fondos de pensión privados	10.6 <sup>5</sup>	13.8	17.6	18.0	20.2	21.3	20.8
Fondos públicos de pensión	1.7 <sup>5</sup>	2.8	3.0	3.3	3.5	4.2	4.6
<i>Suecia</i>							
Empresas de seguro				1.5	1.6	4.0	10.1

<sup>1</sup> Posición en el medio del año, excepto Suecia (final de septiembre). <sup>2</sup> Esquemas fundados en exenciones de impuestos (excluyendo IRAS). <sup>3</sup> Suma de los seguros de vida, del seguro de otro tipo (excepto de vida) y del seguro de vida postal. <sup>4</sup> Los fondos de pensión excluyen el sector gubernamental central pero incluyen lo restante del sector público. Inversión fideicomisario colocado como sigue: 50% doméstico en el final de 1989 (segundo resultado obtenidos en investigación parcial), y otros años calculados como proporción de los cambios en la parcela de medida de activos extranjeros. <sup>5</sup> 1983.

FUENTE: Bank of Italy; Bank of Japan Economic Statistics Annual and Economic Statistics Monthly; Sveriges Riksbank Quarterly Review; De Nederlandsche Bank Annual Report and Quarterly Bulletins; Deutsche Bundesbank Statistical Supplement to the Monthly Report, Series 2; Intersec Research Corporation; National Bank of Belgium; Statistics Canada; UK Central Statistical Office Annual Abstract of Statistics and Financial Statistics.

CUADRO 10. *Activos domésticos y externos de los bancos*  
(al final del año)

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>1</sup>
<i>Japón</i>							
Stoks de valores mobiliarios extranjeros en poder de los bancos como porcentaje de su stok total de valores mobiliarios (cuentas bancarias)	2.7	12.7	14.2	14.0	12.6	13.5	14.7
<i>Alemania</i>							
Préstamos extranjeros de los bancos como % del préstamo total a:							
Bancos	13.0	17.0	20.9	20.5	21.9	25.4	26.1
Instituciones no bancarias	5.2	5.2	5.0	5.0	5.1	5.3	5.7
Stoks de valores mobiliarios extranjeros en poder de los bancos como % de su stok total de valores mobiliarios <sup>2</sup>	4.7	3.4	4.3	3.9	4.5	5.4	6.4

<sup>1</sup> Posición en el medio del año.

<sup>2</sup> Incluyendo valores mobiliarios bancarios.

FUENTE: Bank of Japan Economic Statistics Monthly en Monthly Report of the Deutsche Bundesbank.



CUADRO 11. *Cambios en los préstamos bancarios en moneda extranjera a residentes no bancarios*  
(en miles de millones de dólares)

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>2</sup>
Japón <sup>3</sup>	9.7	4.6	47.6	56.7	31.6	11.4	10.6
Países europeos <sup>4</sup>	7.6	1.5	4.7	19.3	23.4	26.6	13.4
De los cuales:							
UK	3.0	5.4	1.0	3.4	7.2	16.9	—16.9
Italia	3.8	—4.6	2.9	6.9	5.6	5.8	6.8
Suecia	1.0	1.6	0.6	4.4	6.1	16.1	18.7

<sup>1</sup> Activos menos cargos: valores positivos indican aumentos en los préstamos a las instituciones no bancarias. Datos ajustados de acuerdo con lo cambio en las tasas cambiarias. No hay datos disponibles sobre los bancos americanos.

<sup>2</sup> Los primeros trimestres en tasa real.

<sup>3</sup> Activos solamente, pues los cargos no son publicados: en general, los movimientos año a año en posiciones líquidas son dominados por cambios en los activos.

<sup>4</sup> Austria, Bélgica, Luxemburgo, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Holanda, Noruega, España, Suiza and the Reino Unido. Los números reales enseñan grande oscilación entre 87 y 88, reflejando un aumento de los préstamos franceses a residentes de \$ 6.6 mil millones (líquidos) en 1987 Q4, seguida por repagos líquidos de \$ 8.4 mil millones en 1988 Q1: los números arriba excluyen estas transacciones.

FUENTE: BIS International banking an financial market developments and historical data.