

# LA TEORÍA DEL RÉGIMEN DE ACUMULACIÓN FINANCIARIZADO: CONTENIDO, ALCANCE E INTERROGANTES

---

François Chesnais\*

---

En este texto se defienden las siguientes posturas:

1. El concepto de régimen de acumulación -incluyendo las construcciones institucionales que constituyen una dimensión esencial dentro de éste- puede asimilarse a una idea marxista: la de la superación pasajera de los límites immanentes del modo de producción capitalista. El régimen fordista ha permitido que se den las condiciones que garantizan esa superación de forma temporal, aunque durante un período relativamente prolongado. El régimen fordista surgió en unas condiciones políticas que no fueron elegidas por el capital, sino que le fueron impuestas. Ese régimen se benefició, además, de los efectos de algunas condiciones históricas “exógenas”, particularmente propicias para la acumulación. Se aprecia, sin embargo, dentro de ese régimen, un esfuerzo deliberado tendente a construir instituciones y relaciones encaminadas a contener los conflictos y contradicciones inherentes al capitalismo. Todo régimen de acumulación que aspire a suceder al régimen fordista debe mostrar que es superior a éste en lo que respecta a la solidez de los compromisos sociales y políticos que le sirven de base.

2. Desde el período 1979-1980 se asiste a la reaparición, después de un lapso de sesenta años, de capital financiero muy concentrado. Las dos últimas décadas han supuesto, además, el resurgimiento y, seguidamente, el pleno desarrollo de mercados financieros que han garantizado a ese capital los privilegios específicos y el gran poder económico y social que se asocia a la “liquidez”. En el núcleo de la centralización financiera que ha propiciado ese resurgimiento se encuentran los sistemas de pensiones privados por capitalización que comenzaron a desarrollarse tras la Segunda Guerra Mundial en los países anglosajones y en Japón.

---

\* Universidad de Paris-Nord, Villetaneuse, (chesnaisf@aol.com). Texto presentado inicialmente en francés en el Forum de la régulation, celebrado en París durante los días 11 y 12 de octubre de 2001. Traducción realizada, con consentimiento del autor, por Francisco Javier Gutiérrez Hurtado y Luis Fernando Lobejón Herrero, para su publicación en esta revista.

Estas transformaciones cualitativas en la acumulación financiera se han producido en un contexto de grandes cambios en la extensión de la dominación del mercado y de la internacionalización del capital y en el contenido de ésta. Sólo gracias a las políticas de liberalización aplicadas por el G7 ha sido posible el alcance actual de dicha extensión.

3. A partir de mediados de los años 80 el capital financiero ha adquirido una trascendencia que le permite influir significativamente en el nivel y la orientación de las inversiones, así como en la estructura y la distribución de la renta. Esto ha conducido a algunos observadores -poco numerosos, por el momento- a plantear la hipótesis de que el régimen de acumulación que podría erigirse en “sucesor” del régimen “fordista” sería un régimen estructurado en torno a unas relaciones, cuyo origen estaría más lejos del contexto de la producción y más cerca del ámbito financiero. Éste sería un “régimen de acumulación dominado por lo financiero”, o incluso un “régimen de acumulación financiarizado”. Michel Aglietta ha dado un paso más, anunciando la formación en los Estados Unidos de un “régimen de crecimiento patrimonial”, que adelantaría lo que podría ser “el capitalismo del mañana”. En las formulaciones que se proponen se aprecian coincidencias y aspectos complementarios, pero también diferencias importantes sobre cuestiones esenciales.

4. A la vista de las propuestas teóricas de estos autores y de las tendencias que se observan en la historia económica y social de la última década, se confirma que el capital que se valoriza bajo la forma de inversión financiera y que comparte intereses con el beneficio empresarial aparece como la fracción dominante del capital, la que se muestra capaz de marcar la pauta de las formas y el ritmo de acumulación. El protagonismo cada vez mayor de ese capital está vinculado a la formación de configuraciones sistémicas nuevas y a vínculos macroeconómicos y macro-sociales inéditos, en cuyo centro se sitúan los mercados financieros y el nuevo accionariado. Esto no permite afirmar, sin embargo, que nos encontremos en presencia de un régimen de acumulación en sentido estricto, es decir, de instituciones y relaciones capaces de mantener bajo control, de forma duradera, los conflictos y las contradicciones inherentes al capitalismo.

5. Incluso teniendo en cuenta que pueden identificarse encadenamientos y procesos acumulativos nuevos, que ponen de manifiesto la existencia de rasgos sistémicos, no es cierto que ese conjunto de elementos nos sitúe ante un régimen de acumulación viable, dotado de una cierta estabilidad y susceptible de consolidarse fuera de los, o incluso del país, en el que ha surgido ese régimen. Este escepticismo sobre la viabilidad y sobre la legitimidad de una utilización estricta de la noción de régimen de acumulación se fundamenta tanto en la teoría de la Regulación en su versión clásica (Boyer, 1987) como en la teoría marxista de la acumulación y de las crisis.

6. Desde el momento en que pudieron percibirse con claridad los elementos que permiten comenzar a elaborar la teoría sobre el nacimiento de un régimen de acumulación dominado por lo financiero (entre 1995 y 1997), una gran economía -la de los Estados Unidos- ha experimentado una fase de crecimiento apre-

cialable. Es la economía en la que se han centrado los análisis sobre la hipótesis de un nuevo régimen y la única para la que esa hipótesis tiene verdadera consistencia. Esta circunstancia obliga a analizar en el plano teórico una cuestión fundamental, como es la relación entre los regímenes de acumulación en el proceso de internacionalización en sus sucesivas formas. Esta cuestión, que fue más eludida que resuelta en relación con el régimen fordista, debe abordarse a fondo en el caso del régimen de acumulación dominado por lo financiero.

7. Sobre la base de una aproximación a la economía mundial que intenta analizar simultáneamente tres procesos interrelacionados (tendencia a la homogeneización de un mismo espacio de valorización y de competencia, reproducción y diferenciación en ese mismo espacio, y confirmación de relaciones profundamente asimétricas y jerarquizadas) se defenderá la idea de que el crecimiento norteamericano durante el período 1995-2000 se ha beneficiado del tipo concreto de relaciones que los Estados Unidos mantiene con el resto del mundo, algo a lo que no puede aspirar ningún país ni Unión de países.

8. Puede observarse, desde una perspectiva regulacionista, cierto interés por desarrollar un esfuerzo de construcción institucional por parte de las organizaciones internacionales y el G7, marcado por la premisa de la “superioridad del mercado”. Esa construcción institucional potencialmente “reguladora” es muy débil, como consecuencia de la avalancha de medidas adoptadas en un contexto dominado por las políticas de liberalización y desregulación que “restituyen” al capital su plena libertad de maniobra. Desde una interpretación marxiana puede afirmarse que lo sucedido desde los tiempos de Ronald Reagan y de Margaret Thatcher se parece más a una huida hacia adelante que a un intento de encontrar soluciones, por provisionales que sean, a los conflictos y las contradicciones propios del capitalismo. Las contradicciones capitalistas más clásicas podrían haber sido “liberadas”, de la misma forma que lo ha sido el capital, lo que les habría permitido volver a alcanzar la misma dimensión que ya tuvieron en el pasado. A diferencia de lo ocurrido en el transcurso de los años noventa, los Estados Unidos van a dejar de vivir “fuera de la crisis”. Su lugar central en la globalización financiera, así como su apuesta por un régimen financiarizado, podrían convertirle en el epicentro de las futuras crisis económicas y financieras.

## I. Introducción

### 1. Las diferentes fases del análisis en torno a un régimen financiarizado

Probablemente he sido uno de los primeros, sino el primero, en emplear la expresión “régimen de acumulación dominado por lo financiero”<sup>1</sup>. Este concepto me ha servido para designar lo que me pareció una nueva configuración del capitalismo, cuyo contenido económico y social concreto respondería a la

---

<sup>1</sup>F. Chesnais, “L’émergence d’un régime d’accumulation à dominante financière”, La Pensée, janvier-mars 1997.

influencia, tanto en el orden económico como en el social, de una forma específica del capital, a la que Marx se refería como “capital que reporta interés” o como “forma moderna de capital-dinero”. Como antecedentes de esta caracterización, en la primera edición de *La mondialisation du capital*, se realizaban una serie de observaciones sobre la posición de dominio y el grado de autonomía que parecía haber adquirido este capital<sup>2</sup>. Desde mi punto de vista, el incremento de la importancia de todo lo que se denomina, de forma abreviada, “financiero” ha estado (y está) unido de forma indisoluble a lo que ha constituido el punto de partida de mis análisis, es decir, a la nueva fase de la internacionalización (la de la mundialización del capital).

El “golpe de Estado” que ha permitido el avance de la “dictadura de los prestamistas”, en el sentido amplio en el que la concibe André Orléan<sup>3</sup>, no hubiese sido posible sin las políticas de liberalización, desregulación y privatización, que no sólo han afectado al plano financiero, sino que han repercutido también sobre las inversiones directas en el exterior (IDE) y los intercambios de mercancías y servicios. En el transcurso del período 1980-1995 se ha asistido a la “restitución” al mercado de actividades terciarias que le fueron arrebatadas en el pasado por el sector público, así como de países que se habían apartado de él como consecuencia de la revolución rusa y de las secuelas a las que ésta dio lugar a partir de la Segunda Guerra Mundial en forma de control burocrático. La pretensión de incrementar la autonomía de lo financiero tiene como base una gran extensión tanto en el ámbito geopolítico como en el social del “reino de la mercancía”.

Las mismas políticas y los mismos procesos han sido decisivos en la formación de las condiciones en las que ha surgido la nueva fase de la mundialización, lo que hace que resulte indispensable definir las relaciones que vinculan a esa mundialización con el régimen de acumulación financiarizado.

La idea del nacimiento de un régimen de acumulación dominado por lo financiero, entendido en ese sentido, se retomó y se desarrolló en la segunda edición revisada de *La mondialisation du capital* (1997) y en otros textos posteriores. El término “régimen de acumulación” pertenece a la Escuela de la regulación y se ha tomado de ésta por razones que luego explicaré, pero no lo he utilizado de la misma forma que los regulacionistas. Entre éstos, los que más han trabajado sobre fenómenos financieros (y se han mostrado, por ello, más sensibles con los efectos económicos de las nuevas concentraciones del capital invertido) han formulado una hipótesis sin tintes marxistas que enseguida se ha relacionado con la mía: el régimen de acumulación que en cierta forma puede considerarse “sucesor” del régimen “fordista” debería analizarse a partir de las relaciones económi-

---

<sup>2</sup>En ese texto se señalaba que nos encontrábamos “ante una reafirmación de la autonomía total del capital-dinero frente al capital industrial y ante el nacimiento de una situación en la que el movimiento propio de ese capital-dinero tiende a marcar su impronta en el conjunto de las operaciones del capitalismo contemporáneo”. F. Chesnais, *La mondialisation du capital*, Syros, 1994, pág. 65. El adjetivo “total” estaba de más, como he señalado más tarde.

<sup>3</sup>Es decir, incluyendo a los “accionistas institucionales” que se consideran “minoritarios”. Ver A. Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, 1999, pág. 24. En la sección II se vuelve sobre este punto.

cas y sociales que tienen su origen en el ámbito de lo financiero, y no en el de la producción.

Michel Aglietta dio el primer paso importante en ese sentido en 1998, desarrollando en un trabajo titulado *El capitalismo del mañana* una teoría muy avanzada sobre lo que él denomina “el régimen de crecimiento patrimonial”. El término intenta describir el papel desempeñado por el “mercado de activos”, así como “la importancia de los inversores institucionales en el entorno financiero y en la dirección de las empresas como instancia primordial en la regulación<sup>4</sup>”. Por su parte, también en 1998, Frédéric Lordon comenzó a emplear, no sin grandes precauciones, la expresión “régimen de acumulación financiarizado”, formulando a su vez la hipótesis de que el potencial régimen sucesor del régimen fordista no tendría como eje una nueva forma de organización tecno-industrial-como, por ejemplo, el “toyotismo”- sino el protagonismo adquirido por las finanzas. Al año siguiente, André Orléan empleó también el término de “régimen de acumulación financiarizado”, cuya caracterización se basaba en una teoría muy avanzada de la “liquidez” y de los mercados de títulos emitidos por las empresas. Ese concepto designaba un régimen que se erigía “en sustitución de la regulación fordista”, en el que “el gobierno de la empresa constituye el núcleo duro”. Para Orléan “las economías contemporáneas se caracterizan básicamente por haber conducido al poder financiero a un nivel jamás alcanzado y por haberlo situado en el centro de su régimen de acumulación<sup>6</sup>”.

En el año 2000 Frédéric Lordon avanzó aún más, realizando una presentación general del “régimen financiarizado” que abarca muchos de los aspectos contemplados por Michel Aglietta, aunque no todos. Según Lordon, nos encontramos frente a una configuración en la que “la gestión del ahorro colectivo ha adquirido la condición de forma institucional”, lo que le permite “imponer su lógica a todos los demás acuerdos institucionales (relación salarial, gobierno de la empresa, formas de competencia)” y, por consiguiente, “hacer que su fisonomía sea asumida por el nuevo régimen de acumulación del capital”. El ámbito de aplicación de su análisis no coincide con el de Michel Aglietta, si bien ambos tienen una amplitud y un alcance similares. Sin embargo, en lugar de hacer un elogio del nuevo régimen, Frédéric Lordon lo critica severamente. Robert Boyer, que se había mostrado muy reacio a reconocer el nacimiento y la consolidación de un nuevo régimen de acumulación cuyo núcleo estaría situado en el contexto financiero (salvo en los Estados Unidos), publicó en el año 2000 un trabajo en el que se pregunta si “un régimen de acumulación gobernado por lo financiero es una

<sup>4</sup>M. Aglietta, “Le capitalisme de demain”, Notes de la Fondation Saint-Simon, n° 101 noviembre, 1998

<sup>5</sup>Intervención en el Congreso “Marx International II” en otoño de 1998. Esa intervención fue publicada después en F. Lordon, “Le nouvel agenda de la politique économique en régime d’accumulation financiarisé”, en G. Duménil et D. Lévy, *Le triangle infernal: crise, mondialisation, financiarisation*, Actuel Marx Confrontation, PUF, 1999.

<sup>6</sup>A. Orléan, op. cit., pág. 214.

<sup>7</sup>F. Lordon, *Fonds de pension, piège à cons? Mirage de la démocratie actionnariale*, Raisons d’Agir, 2000, pag. 66.

*alternativa viable al fordismo*<sup>8</sup>". Paralelamente, y por último, Claude Serfati comenzó a utilizar, con muchas precauciones, desde mi punto de vista, el término "régimen de acumulación dominado por lo financiero", dentro de un marco teórico marxista o marxiano similar al mío.

## 2. ¿Sería inadecuado asociar el calificativo "financiarizado" al término "acumulación"?

El empleo por mi parte del concepto "régimen de acumulación" ha sorprendido, e incluso ha extrañado, a algunos lectores más o menos próximos a mi visión teórica y/o política. La razón estriba, por una parte, en la clara connotación regulacionista del término, al menos en Francia, así como en lo difícil que resulta a los ojos de algunos hablar de acumulación en un contexto en el que las finanzas son las que tienen "la sartén por el mango". Antes de aclarar cómo situó ese término en relación con su acepción regulacionista ortodoxa me gustaría hacer un paréntesis.

La idea de que puede existir, al menos temporalmente, una configuración dominada por el capital-dinero está tomada de Marx, concretamente de las observaciones realizadas al comienzo del libro II del *Capital*, en las que se introducen cuestiones que iban a desarrollarse en los capítulos inacabados del libro III. En esas observaciones Marx afirma que, a pesar de que *"el capital industrial es la única forma del capital cuya función no sólo consiste en la apropiación, sino, que, además, genera plusvalía, es decir, plusvalor"*, y a pesar que las otras formas de capital -capital-mercancía y capital-dinero- son en todo momento dependientes *"de la base que les proporciona, (...) todas las naciones adscritas al modo de producción capitalista se ven arrastradas periódicamente por la pretensión ingenua que supone querer generar dinero sin recurrir para ello al proceso de producción"* ¿Por qué ocurre esto? *"Porque la presentación del valor en forma de dinero es su manifestación independiente y tangible, de modo que la forma A...A', que constituye el inicio y el final del dinero efectivo, refleja de la manera más clara posible la idea de 'hacer dinero', el principal motor de la producción capitalista"*. Este argumento le lleva finalmente a Marx a lanzar la idea de que *"el proceso de producción capitalista aparece solamente como una transición inevitable, un mal necesario para crear dinero"*. En el momento en que expresó esta idea, la duración de esa "pretensión ingenua" no se prolongaba más allá de la fase expansiva con la que concluye el ciclo decenal "clásico". Sin embargo ¿por qué no contemplar la posibilidad de que se mantenga, en un contexto histórico en el que han surgido o se han creado relaciones políticas y sociales, así como potentes instituciones, que están al servicio de las posiciones y de las exigencias de una acumulación a gran escala de dinero destinado a inversiones financieras?

---

<sup>8</sup>R. Boyer, "Is a finance-led growth régime a viable alternative to fordism?", *Economy and Society*, vol. 29, nº 1, febrero del 2000.

<sup>9</sup>C.Marx, *El Capital*, Ediciones Sociales, libro II, volumen 1, pág. 54.

¿La dominación de lo financiero excluye la acumulación? ¿Son ambos términos incompatibles? ¿No era ya la teoría del imperialismo de Lenin una teoría de la acumulación del capital financiero analizado por Hilferding, y no se planteaba ya ésta en un contexto mundializado<sup>10</sup>? El lector atento de Marx y de los teóricos más importantes del imperialismo sabe que el término “acumulación” se refiere al menos a tres mecanismos diferentes. Éstos se pueden superponer y, por tanto, confundirse (lo que ha ocurrido con frecuencia), pero son completamente distintos tanto en el plano conceptual como en relación con sus efectos sociales. Para empezar, el término “acumulación” se refiere a la vez al incremento de los medios y de las capacidades de producción a través de la inversión y a la extensión de las relaciones de propiedad y de producción capitalistas hacia países o hacia sectores y actividades sociales que todavía no están sometidas a esas relaciones<sup>11</sup>.

La acumulación, en un segundo sentido, se refiere a procesos como la expropiación de productores que tienen todavía una relación directa con los medios de producción, la integración (o reintegración, en el caso de los Estados burocráticos) a la esfera del mercado de algunos países y, por último, a la integración en el contexto de la valorización capitalista de actividades ajenas al mercado (por ejemplo, las que se desarrollan en los hogares o las organizadas como servicios públicos por parte del Estado). La acumulación entendida de este modo es totalmente decisiva en el doble contexto del régimen de acumulación dominado por lo financiero y en el de las formas de mundialización que permiten la liberalización, la desregulación y la privatización asociadas a ella. Desde hace veinte años, el inusitado avance del planeta hacia el mercado ha sobrepasado con claridad el aumento de la capacidad de producción.

Finalmente, la acumulación puede llevarse a cabo a través de la apropiación, la deducción y la centralización hacia centros de acumulación más fuertes que otros, de partes del valor y de la plusvalía generados en el marco de otras formas de organización, o bien en el de otras empresas capitalistas, como sucede con las subcontratas. La centralización por captación y predación es una de las modalidades de acumulación. Puede haber, y de hecho hay, acumulación sin inversión, es decir, sin creación de nuevas capacidades. El poder acumulado en algunas situaciones de monopolio y de monopsonio, combinado con “innovaciones en la organización” puede garantizar la existencia de acumulación en determinadas partes del sistema en detrimento de otras. Se trata también en este caso de configuraciones que están en el centro de la acumulación dominada por lo financiero.

Partir de las finanzas y destacar el aumento de la importancia del capital que genera interés (de los prestamistas en sentido amplio, de acuerdo con la expresión de Orléan) y su entrada masiva en el capital de las empresas, no significa de ningún modo el abandono del papel primordial en el movimiento del capitalismo,

---

<sup>10</sup> Ver mi capítulo sobre las relaciones entre la teoría de la mundialización del capital y el trabajo de Lenin en G. Duménil, op. cit. En ese trabajo defendí asimismo la idea de que la formación, el funcionamiento y la crisis de regímenes de acumulación sucesivos son elementos que ayudan a distinguir dentro del estadio del imperialismo diferentes fases o etapas. Dada la duración de ese estadio, los marxistas se ven forzados a llevar a cabo un análisis de las cuestiones que son comunes a la totalidad de las sucesivas fases, sin olvidar el estudio de lo que distinguiría a cada una de ellas.

<sup>11</sup> La mejor presentación de esta dimensión es probablemente la que se encuentra en los últimos capítulos de La acumulación de capital de Rosa Luxemburgo.

esto es, la extracción de plusvalía y la explotación de aquellos que venden su fuerza de trabajo. En sentido contrario, comprender el significado del concepto “*corporate governance*” (gobierno de la empresa) es una de las alternativas indispensables para entender las nuevas formas de extracción de la plusvalía (la otra es la competencia internacional que se establece entre los que venden su fuerza de trabajo al liberalizarse las relaciones comerciales y las inversiones). Este enfoque traduce una importante opción metodológica, que consiste en analizar el empleo de nuevas tecnologías desde la óptica de la tasa de explotación, que constituye la base de la posibilidad de responder temporalmente a las exigencias que impone el capital para recibir intereses y dividendos. La alternativa consistiría en valorar el uso de esas nuevas tecnologías únicamente desde el punto de vista de un “progreso técnico” neutro, al que podrían atribuirse los cambios positivos que se producen en otro factor tan “etéreo” como éste: la “tasa de crecimiento de la productividad”. La opción metodológica elegida lleva a considerar que el nuevo papel desempeñado por los inversores institucionales ha acelerado con toda seguridad la puesta en marcha de los elementos constitutivos de una nueva relación salarial por parte de los dirigentes de las empresas. Esos cambios en la organización de éstas serían indispensables para la introducción de tecnologías que conllevan una mayor tasa de explotación.

### 3. Las teorías de “la autonomía de las finanzas” y del “capital ficticio”

La teoría de “la autonomía de las finanzas”, es decir, de unas finanzas que se convierten en una fuerza “independiente” frente a los otros actores del proceso económico y, por lo tanto, frente a la sociedad tomada como tal, es uno de los puntos que deben ser objeto de debate entre marxistas y regulacionistas. Antes de la publicación del libro de André Orléan *Le Pouvoir de la finance (El poder de las finanzas)*, la única presentación de esta teoría se encontraba en la obra de Marx. En unos pasajes muy poco estudiados del libro II y, sobre todo, del libro III de su obra el *Capital*<sup>12</sup> este autor analiza la forma en la que, tras una fase transitoria en la que han estado totalmente subordinadas al capital productivo y a sus necesidades exclusivas, las finanzas comienzan a reconstituirse como fuerza “autónoma”. Esto se produce en el momento en que “*una parte del beneficio bruto cristaliza y se convierte en algo autónomo, adquiriendo la forma de interés*”. Consecuentemente, “*la clase de los capitalistas financieros contrasta con el capitalista industrial como categoría particular de capitalistas, el capital financiero se erige en una especie de capital autónomo y, finalmente, el interés actúa como la forma independiente de la plusvalía que corresponde a ese capi-*

---

<sup>12</sup> Ese desconocimiento se debe a una lectura “productivista” del *Capital*, marcada por una preocupación por el “desarrollo de las fuerzas productivas”, asociada a la acumulación del capital “real” y de la expansión de la relación salarial, en la que el capitalismo sería portador de toda eternidad. Esta lectura tiene como corolario la relegación a un segundo plano de la acumulación financiera (cuando no una renuncia total a tenerla en cuenta), que constituye la causa de un parasitismo que no genera ninguna perspectiva de “progreso”. Ha conducido a una mayoría aplastante de marxistas a prescindir casi completamente de la parte del libro III en la que se expone la teoría de la “autonomía de las finanzas”, en la que se lleva a cabo la doble caracterización de ésta a la que ya se ha aludido, la primera totalmente perfilada, y la segunda en forma de notas sobre la noción de “capital ficticio”.



*tal específico. Desde un punto de vista cualitativo (subrayado en el original), el interés es la plusvalía obtenida por la simple posesión del capital (...), aunque su poseedor permanezca al margen del proceso de producción; el interés es, por tanto, producido por el capital que ha sido sustraído de su proceso<sup>13</sup>”.*

Estos son elementos muy importantes de la problemática actual, que André Orléan ha comenzado a formular en torno al “capital que ha sido sustraído de su proceso”. Marx emprendió el desarrollo de esa problemática en una fase todavía muy primaria de la acumulación financiera “autónoma<sup>14</sup>”. Orléan toma el relevo en un momento en el que ésta ha adquirido un gran alcance. En el período histórico en que escribió Marx, los mercados secundarios de títulos, incluyendo la Bolsa, no se habían desarrollado todavía, ni siquiera en Londres. El poder de lo financiero se manifestaba bajo la forma del préstamo y del interés (cuyo tipo ya se determinaba, no obstante, de forma autónoma respecto de la tasa de beneficio). En la actualidad, por el contrario, los mercados secundarios de títulos, especialmente de acciones, son los centros en los que está instalado ese poder.

“La autonomía” de lo financiero es una construcción institucional fuerte, por cuanto se beneficia del apoyo de todo lo que la sociedad capitalista actual considere fuerzas materiales y simbólicas, y, al mismo tiempo, es un espejismo. A pesar de lo importantes que son los medios que se han puesto al servicio de su permanencia, la dominación de los mercados financieros no puede imponerse sobre las restricciones y las contradicciones en las que la esfera “real” constituye el escenario inmediato. “La autonomía” permite al capital destinado a las inversiones financieras, o incluso al “ahorro concentrado”, enfrentarse al capital comprometido en la producción e igualmente con el trabajo, para exigir e imponer una participación en la distribución, cuya legitimidad reside únicamente en la posesión patrimonial, y cuyos términos concretos son establecidos por los beneficiarios. La forma más directa de participación es una detracción sobre los beneficios y un incremento de la tasa de plusvalía. Sin embargo, para que el valor y la plusvalía puedan ser apropiados, es preciso que previamente hayan alcanzado una dimensión suficiente. Esto supone que se haya podido completar el ciclo del capital y que la producción se haya comercializado. Uno de los límites de “la autonomía” se encuentra precisamente ahí: el consumo de los rentistas nunca llegará a compensar la destrucción de los mercados a la que conducirán el desempleo masivo y la absoluta depauperación impuesta a las comunidades campesinas que hasta entonces podían garantizar su reproducción y disponían de una capacidad de demanda solvente.

Otro límite de “la autonomía” tiene su origen en las dimensiones ficticias del capital-dinero concentrado, que se valoriza en los mercados financieros. El carácter ficticio del patrimonio financiero es el que reflejan expresiones utilizadas por

<sup>13</sup> C. Marx, *El Capital*, libro III. Cap. XXIII. Mis detractores dentro de los marxistas tomarán buena nota de que Marx utiliza el término “autónomo” dos veces y que ni siquiera emplea comillas.

<sup>14</sup> La formación de un “capitalismo financiero”, en el sentido de Hilferding, fruto de diferentes formas de fusión entre el capital industrial y el capital-dinero, especialmente bancario, no elimina la necesidad de entender la dualidad del capital, su división “en propiedad de capital exterior al proceso de producción (...) y capital comprometido en la producción, capital en movimiento” C. Marx, op. cit., Libro III, capítulo XXIII, pág. 41; subrayado en el original.

los semanarios económicos, como, por ejemplo, “desde el mes de marzo de 2000, los hogares norteamericanos han asistido a la desaparición de dos billones de dólares de su patrimonio<sup>15</sup>”. Sólo un patrimonio que únicamente ha existido de forma virtual, merced a lo peculiar que es una institución como el mercado de títulos, puede “desaparecer” de ese modo. Marx es el único “gran economista” en el sentido de Schumpeter (un economista que propone una interpretación global del capitalismo) que reservó en su análisis un lugar para ese tipo tan especial de “capital”. En su época él distinguía tres formas: las acciones, los títulos de deuda pública y también el crédito (al que Suzanne de Brunhoff denomina “crédito del banquero<sup>16</sup>”). Por lo que concierne a las acciones, que nos interesan muy especialmente, Marx escribe: “los títulos establecen solamente derechos sobre una fracción de la plusvalía de la que el capital se va a apropiarse. Pero esos mismos títulos se transforman, además, en réplicas de papel, como si el reconocimiento de la deuda adquiriese un valor aparte de la propia deuda y a la vez que ella. Se convierten en representantes nominales de capitales que no existen (...) Pero en su condición de réplicas, negociables en sí mismas como mercancías, y que por ello circulan como valores de capital, son ficticias, y el montante de su valor puede aumentar o disminuir de forma totalmente independiente del movimiento del valor del capital real sobre el que sus poseedores disponen de un derecho<sup>17</sup>”.

Se trataría de desarrollar plenamente esa noción. Un “patrimonio” o un “capital” constituido por títulos es esencialmente *ficticio*. Está compuesto de créditos, es decir, de promesas sobre la actividad productiva futura, que se negocian después en un mercado muy particular que fija el “precio” de acuerdo con mecanismos y convenciones muy especiales. En diferentes grados, su constitución puede estar vinculada también a la formación de capital ficticio con la forma de crédito. La esencia misma del capital ficticio hace que su valoración sea difícil y fluctuante. Ha de recurrirse forzosamente a indicadores que dan una idea del peso de los mercados y de los activos en la economía. La lista de esos indicadores es larga y sus límites intrínsecos son evidentes. Esos indicadores<sup>18</sup> son la expresión

<sup>15</sup> “America’s economy: slowing down, to what?”, *The Economist*, 9 de diciembre de 2000, pág. 97. Ver, más recientemente, “When wealth is blown away”, *Business Week*, 26 de marzo de 2001, en el que se habla de un “disappearing act”.

<sup>16</sup> En la obra de Suzanne de Brunhoff, *La monnaie chez Marx*, Éditions Sociales, 1967, pag. 138 y ss. se ofrece una presentación de la teoría del capital ficticio que esperamos que sea puesta al día por la autora. La gran actualidad de la teoría del capital ficticio es reconocida asimismo por Robert Guttman.

<sup>17</sup> Marx, *El Capital*, libro III, capítulo XXX. Ver también el capítulo XXIX.

<sup>18</sup> Pueden ofrecerse algunos ejemplos. El montante de los activos en manos de los inversores institucionales es un indicador que se emplea a menudo. Los manejados por los fondos de pensiones norteamericanos pasaron de algo más de 2 billones y medio de dólares en 1990 a casi 7,2 billones en 1998 y los de los fondos de inversión de cerca de 1,2 billones en 1990 a más de 5 billones en 1998. (OCDE, *Investisseurs Institutionnels*, annuaire statistique, 2000, cuadros S3 y S4). Como el valor de los activos se calcula a partir de su precio de mercado, no es independiente del crecimiento de la capitalización bursátil. En el caso del principal mercado (el New York Stock Exchange, NYSE) la curva de capitalización ha seguido un crecimiento exponencial, pero regular, pasando de 4,5 billones de dólares en 1994 a más de 12 billones en el inicio del año 2000. Por el contrario, en el caso del índice NASDAQ se produjo un incremento muy intenso de la capitalización a partir de finales de 1998, una vez que pasó el pavor provocado por las repercusiones de la crisis rusa sobre Wall Street y la grave crisis de Brasil, un verdadero arrebato especulativo. Esa capitalización era de 1 billón de dólares en 1994, de 2,5 billones al terminar 1998 y de más de 5 billones a mediados de 2000, antes de que comenzara el hundimiento de las cotizaciones. El volumen de intercambios diarios es otro indicador del valor del capital ficticio que ha podido formarse. En el NYSE se pasó de 250 millones de dólares en 1994 a más de 1.000 millones en 2000. En el NASDAQ se pasó de 250 millones de dólares también en 1994 a 1.700 millones en 2000. (Ver *The Economist*, 17 de junio de 2000)

simultánea de un verdadero potencial económico y de una “burbuja”, esto es, de una acumulación de capital puramente ficticio. Ese rasgo se ha hecho patente con ocasión de los cracs bursátiles y financieros más importantes, como el que afectó a Japón en 1990 y 1991. Estos fenómenos tienen consecuencias desastrosas sobre la economía real, al debilitar la otra gran forma de capital ficticio, que está constituida por los activos basados en los créditos bancarios a medio y a largo plazo que se conceden para financiar actividades industriales e inmobiliarias.

#### 4. Regímenes de acumulación y fases de “superación de las contradicciones inmanentes”

Sin duda, hubiese podido limitarme a utilizar una perífrasis como “una configuración específica de la acumulación”, pero opté por emplear el término “régimen”. El hecho de que haya tomado prestado ese concepto en mi obra, es, por una parte, la expresión de una deuda. Desde mi punto de vista, a finales de los años setenta, los regulacionistas plantearon un desafío serio y enriquecedor a las corrientes marxistas “ortodoxas” de la época, y también a un marco teórico marxiano claramente momificado. Ese desafío ha contribuido a que haya sobrevivido en Francia el marxismo como corriente teórica en economía, minoritaria en la actualidad, pero plenamente viva. Sin ese desafío y sin las reacciones que éste ha suscitado, el marxismo estaría en este país, al menos en el ámbito de la economía, más o menos en la misma situación en la que está, por ejemplo, en Italia, es decir, prácticamente fuera de juego. Por esa razón los fundadores de la Escuela de la regulación me merecen un considerable reconocimiento.

Hay importantes razones teóricas para que los marxistas acepten el reto que los regulacionistas les han planteado. Lo que está en juego es simple y llanamente la ampliación y la profundización del contenido de los trabajos sobre el imperia-lismo de comienzos del siglo XX, aunque no se haya expresado metodológicamente con toda la claridad que hubiese sido deseable: se trata de inscribir el movimiento de acumulación en la historia<sup>19</sup> (la de las clases sociales y sus luchas y la de las relaciones entre Estados).

El movimiento de acumulación del capital no contiene por sí mismo y por sí sólo, de forma autónoma o endógena, el conjunto de elementos que configuran concretamente la inversión, la producción y los intercambios, determinando la capacidad real del capital para asegurar su reproducción<sup>20</sup>. Si se le da toda la libertad, el movimiento de acumulación engendra contradicciones cuyos fundamentos e intensidad parece que sólo permiten pequeños respiros entre una crisis y la siguiente, conduciendo por su propia naturaleza al estallido del sistema. Sin embargo, es evidente que lo que ha caracterizado a la historia del capitalismo han sido los períodos de crisis (asumiendo que las guerras del siglo XX han sido una de sus formas), pero también las fases de estabilidad relativa del movimiento de

---

<sup>19</sup> Y en la política, entendida como historia que se está produciendo.

<sup>20</sup> Es una “ambigüedad” que Alain Bhir reprocha a Marx en un libro que estaba a punto de aparecer cuando se redactó este trabajo (octubre de 2001): A. Bhir, *La réproduction du capital. Prolégomènes à une théorie générale du capitalisme*, Editions Page deux, Lausanne, 2 tomos.

reproducción ampliada; algunas de ellas han alcanzado una gran duración, lo que pone de manifiesto que ha habido períodos en los que las contradicciones se han contenido.

En el libro III del Capital, Marx afirma (lo hace incluso varias veces, aunque con palabras diferentes) que *“la producción capitalista tiende continuamente a sobrepasar los límites que le son immanentes, pero sólo lo consigue empleando los medios que, de nuevo y a una escala mucho mayor, vuelven a colocarla frente a las mismas barreras”*<sup>21</sup>. Es evidente (o debería serlo) que no es el capital como categoría abstracta el que actúa en esos momentos de superación temporal de los límites immanentes de la producción capitalista, especialmente cuando esa “superación” es una respuesta a las graves contradicciones surgidas de la lucha de clases. Las que actúan son las fuerzas sociales intervinientes (*“hombres haciendo su propia historia”*<sup>22</sup>), apoyando a la burguesía, o en un sentido más amplio, a aquellos que se benefician de la propiedad privada de los medios de producción (o la consideran ineludible).

Llegados a este punto, es necesario establecer, sin duda, una separación entre el siglo XIX y el XX. En el siglo XIX, las superaciones periódicas de los límites immanentes se produjeron como consecuencia de acontecimientos no planificados, como, por ejemplo, las oleadas de gran dinamismo de los mercados exteriores, a través de la expansión colonial o imperial, o la creación de importantes ámbitos de acumulación inéditos, fruto de avances técnicos de los que surgieron industrias completamente nuevas. Sin embargo, la entrada en *“l’ère du monde finie”* (la era de un mundo acabado), retomando la expresión de Paul Valéry ha modificado las características del problema. Se entró en una nueva fase al finalizar las dos guerras mundiales, mortíferas y destructoras de relaciones sociales y de instituciones al mismo tiempo que de vidas de millones de hombres, mujeres y niños, y separadas por la crisis más violenta de la historia del capitalismo. En este nuevo período ya no podía haber fases de “superación” temporal “de los límites immanentes de la producción capitalista” sin una intervención relativamente consciente de las fuerzas sociales interesadas en la continuidad del capitalismo. Los tres componentes que Robert Boyer designa como elementos constitutivos del “núcleo duro” de la teoría de la regulación son la expresión de esa realidad, que es la del siglo XX y, a fortiori, la del siglo XXI: *“el proceso de acumulación es determinante en la dinámica de conjunto; ese proceso no se auto-equilibra de manera espontánea a partir de puros fenómenos de mercado y de competencia; las instituciones y las formas estructurales son determinantes para canalizar ese proceso a través de un conjunto de comportamientos colectivos e individuales”*<sup>23</sup>.

Desde un punto de vista marxista “la superación de los límites immanentes” a través de una forma concreta de “construcción social” como es un régimen de acumulación nunca podrá conducir a algo que sea diferente de una estabilización temporal de las condiciones de la acumulación y de la reproducción social basa-

<sup>21</sup> C. Marx, El Capital, libro III, cap. XVI.

<sup>22</sup> C. Marx, La lucha de clases en Francia.

<sup>23</sup> R. Boyer, La théorie de la régulation, op. cit., pág. 111.

da en la propiedad privada. Las contradicciones fundamentales y los límites immanentes de la producción capitalista volverán a imponerse tarde o temprano.

### **5. ¿El “régimen de acumulación financiarizado” garantiza una “superación pasajera”? ¿Satisface los criterios planteados por la teoría de la regulación?**

El período de vigencia de la estabilización de las condiciones institucionales y sociales de la acumulación instituidas por un régimen determinado es necesariamente variable. Ese período puede llegar a las dos o tres décadas, como sucedió con el régimen fordista, pero podemos encontrarnos con fases mucho más cortas. Al poco tiempo de surgir, las configuraciones que aspiran a convertirse en un régimen de acumulación pueden mostrar su incapacidad para afirmarse como regímenes viables. Eso depende de muchos factores. Las preguntas que se plantean, y que son comunes para los regulacionistas y para los que aceptan mi enfoque, son las siguientes: ¿el nacimiento de un régimen de acumulación dominado por lo financiero y su consolidación en los Estados Unidos invitan a pensar en una “superación” que puede alcanzar cierta duración, o bien se basan en objetivos demasiado concretos de reproducción de las condiciones de dominación de determinadas fracciones del capital y de determinados países, lo que conducirá más o menos a una configuración efímera de la que surgirán expresiones brutales de las contradicciones fundamentales del capitalismo? ¿Satisface el “régimen patrimonial” o “financiarizado” las exigencias de la teoría de la regulación?

El capitalismo no es simplemente un “sistema económico”, una forma de organización de la producción material. Es también (incluso, sobre todo) un modo de dominación social<sup>24</sup>, una forma de organización del poder. Después de las guerras y de las crisis que marcaron la primera mitad del siglo XX, una parte de las clases dirigentes parecía compartir la idea de que una reproducción estable del sistema no era posible al margen de una construcción de compromisos sociales en el interior de los países y de compromisos políticos entre Estados. Por lo que conozco, a excepción de lo ocurrido en el ámbito de la Unión Europea, no ha habido trabajos regulacionistas que hayan intentado establecer la existencia de los segundos. En sentido contrario, respecto de los primeros, Michel Aglietta ha reivindicado de forma muy categórica el establecimiento de un compromiso social fuerte, cuyo campo de aplicación sería la gestión en los mercados financieros de fondos para constituir sistemas de pensiones por capitalización. Esa convicción le ha llevado a calificar como “régimen patrimonial” al régimen financiarizado sobre el que ha teorizado. Examinaremos con detalle su planteamiento en la próxima sección.

Si se exceptúa ese ámbito de compromiso, que sólo afecta en el mejor de los casos (incluso en Estados Unidos) a una pequeña fracción de los asalariados, puede afirmarse que uno de los rasgos característicos del régimen dominado por lo financiero es haber surgido de una sucesión de abusos de autoridad (a los que

---

<sup>24</sup> Por ejemplo, cuando se oye al presidente G. W. Bush explicar las razones del rechazo norteamericano a la ratificación del Protocolo de Kioto.

están vinculados nombres como los de Margareth Thatcher, Paul Volcker y Ronald Reagan). Aún hoy (y puede que más que nunca) los que dominan el nuevo régimen no están dispuestos a negociar absolutamente ningún asunto con los asalariados, los trabajadores, los campesinos (y muy pocos asuntos entre ellos) en pie de igualdad. Ésa es la lección que puede extraerse de Génova, y también de la posición americana sobre el ya minimalista protocolo de Kioto.

Este rasgo traduce una realidad más profunda: el régimen de acumulación que intenta abrirse camino y estabilizar su funcionamiento es claramente una construcción social, en el sentido de que es el resultado de la adopción deliberada de determinadas políticas. El proceso de construcción se ha llevado a cabo en el seno de instituciones como la OMC o el FMI, en las que se busca reformar los mecanismos que permiten mejorar las condiciones de viabilidad a escala internacional del régimen financiarizado. Se ha producido a partir del fortalecimiento continuo -y según sus aduladores siempre inacabado- de un movimiento de liberalización, desregulación y privatización. De esta forma, se ha consolidado permanentemente el peso de las fuerzas sociales que consideran que la acumulación puede ser “auto-equilibrada por puros fenómenos de mercado y de competencia” y que “los comportamientos colectivos e individuales” a los que las nuevas instituciones deben dar forma y que han de imponer o restablecer en los países y en los grupos sociales recalcitrantes corresponden a esa virtud que presentan los automatismos del mercado. Tanto esa pretensión como la tentación recurrente de querer imponerse por la fuerza podría ser el anuncio de graves catástrofes políticas y sociales en el futuro.

## II. Las presentaciones del régimen financiarizado: aspectos comunes y diferencias

El terreno principal para la observación y el análisis de la teoría de un régimen financiarizado son los Estados Unidos, particularmente para Michel Aglietta. Teniendo en cuenta las “lecciones del nuevo mundo”, él cree poder anunciar, de manera taxativa, la llegada de un nuevo “régimen de crecimiento” (en términos similares a los de “régimen de acumulación”). Éste permitiría satisfacer las condiciones necesarias de viabilidad económica, de legitimidad social (y en términos de extensión y de autenticidad de los compromisos sociales fundacionales), de difusión y transferibilidad internacionales (claramente hacia la Unión Europea). Aglietta hace suya, de manera implícita, transponiéndola de Inglaterra a Estados Unidos y aplicándola al régimen de acumulación, la posición de Marx según la cual “*el país más desarrollado industrialmente no hace más que mostrar a los países que le siguen la imagen de su propio futuro*”<sup>25</sup>. Muy discutible y muy discutida entre los marxistas, la transposición de esta idea en el cuadro regulacionista para anunciar la “llegada” de un “nuevo capitalismo” no es del todo

---

<sup>25</sup> Marx, Prefacio a la primera edición alemana de El Capital.

convincente. Volveremos sobre ella en la sección III.

Es a partir de la experiencia y de los materiales americanos donde Frédéric Lordon y André Orléan han presentado su visión de los mecanismos y/o de las interacciones sistémicas en las que se funda la hipótesis de la emergencia de un régimen de acumulación financiarizado. Las posiciones que ellos han expuesto, tanto sobre la viabilidad económica de este régimen como sobre la solidez de su compromiso social “fundacional” (en el caso de que exista), difieren sensiblemente de las expuestas por Michel Aglietta. Por mi parte, un anticapitalismo bastante “visceral” me ha llevado a teorizar, con la ayuda de un esquema de factura muy “regulacionista”, los “encadenamientos acumulativos depresivos” producidos por los efectos combinados de la mundialización “neoliberal” y de la financiarización<sup>26</sup>. El hecho de que haya comenzado interesándome por el análisis de la mundialización del capital explica que haya centrado mi interés en los Estados Unidos tardíamente. El análisis de la “nueva economía” me ha conducido a defender la idea de que la emergencia y la consolidación pasajera del régimen financiarizado reposaban sobre relaciones no-reproductibles, claramente sobre el plano de las relaciones económicas y financieras internacionales. Esta cuestión, que pone de relieve el problema teórico crucial de las relaciones entre un régimen de acumulación dado y el movimiento de internacionalización del capital, va a ser objeto de un tratamiento particular en la sección III. Aquí se examinarán las otras dos cuestiones, comenzando por la de la realidad y grado -suficiente o no- de legitimidad del compromiso social fundacional, en caso de que exista.

### **1. La naturaleza del “ahorro concentrado” y la realidad del compromiso social “fundacional”**

En el primer rango de las condiciones que un régimen de acumulación debe satisfacer para ser viable, está, como ya he recordado con anterioridad, la extensión y solidez de los compromisos, sobre todo los compromisos sociales entre clases. Apostando fuertemente a favor de la existencia de tal compromiso en su presentación del “régimen patrimonial”, Michel Aglietta confirma su carácter crucial<sup>27</sup>. Este compromiso se situaría en el ámbito de una gestión socialmente positiva de los fondos acumulados por los sistemas de jubilación por capitalización.

La existencia o no en este plano de un compromiso social fuerte no es ya una simple cuestión fáctica, aunque el examen de las formas de gestión de los fondos y de la asociación de los asalariados y los sindicatos en las decisiones de inversión pueda ayudar a aclarar el asunto. Supone una caracterización determinada del dinero generado por los fondos de pensiones y de inversión. Según Aglietta, las sumas acumuladas y generadas por ambos tipos de fondos (la distinción, con sus posibles implicaciones, ya no es discutida, desapareciendo detrás del término empleado frecuentemente de “ahorro contractual”) se entienden como una forma mayor de “deuda social”. Son designadas como “propiedad social” y los

---

<sup>26</sup> El esquema se encuentra en el capítulo 12 de las dos ediciones sucesivas de *La mondialisation du capital*: en la de 1997 figura (con correcciones) en la página 303.

<sup>27</sup> En *Le capitalisme de demain*, el pasaje más significativo se encuentra en la página 21.

mercados financieros como “mercados de activos que constituyen la riqueza de los hogares”. Así es el papel desempeñado por estos “*mercados de activos*” complementado por “*la extensión del accionariado asalariado a través de la importancia de los inversores institucionales en las finanzas y en el gobierno de la empresa como instancia primordial de regulación*”, lo que constituye la base de la denominación “régimen patrimonial<sup>28</sup>”. En el texto *El capitalismo del mañana* el capital se desvanece para ceder su lugar a una “deuda social privada” que los inversores institucionales se han encargado de generar. En efecto, es a esos inversores a los que los asalariados convertidos en accionistas delegan la puesta en valor de su ahorro, así como el ejercicio de los poderes inherentes a sus títulos de propiedad. De esa forma, los gestores adquieren la legitimidad necesaria para intervenir en la gestión de las empresas.

Ninguno de los otros autores parece dispuesto a seguir a Aglietta en estos puntos. Las respuestas que cada uno da a la caracterización de las sumas que llegan hacia las sociedades gestoras de los fondos de pensiones están marcadas en su formulación por el marco teórico que las inspira. Son, incluso, relativamente convergentes. Giran alrededor de las consecuencias de la concentración (más exactamente de la centralización) de los fondos recolectados y de la efectividad de los derechos de propiedad reconocidos a los asalariados.

Ya que voy a interpretar las posiciones de Orléan, Lordon y Gauron bajo el prisma de mi propia aproximación teórica, es preferible que yo la esponga desde el comienzo. La formulación que he realizado, dentro de un marco marxista, postula que las cantidades que nacen como ahorro se transforman en capital a través de su centralización en manos de las sociedades gestoras. Centralizándose de esta manera el ahorro experimenta un cambio de naturaleza<sup>29</sup>. Se convierte en capital en el sentido más pleno del término. Acumulado al polo constituido por las instituciones financieras y los mercados de títulos, contribuye a la modificación de las relaciones económicas y políticas entre trabajo y capital, a favor del segundo, y refuerza la “financiarización”, mejor dicho, el peso de la inversión financiera y de los mercados, con todo lo que esto implica en términos de especulación y de formación de capital ficticio. A través de los mercados de obligaciones públicas y privadas, la gestión del ahorro se convierte en una poderosa palanca de acumulación y centralización financieras. Por este camino y por el del gobierno de la empresa, los asalariados jubilados o los trabajadores retribuidos con acciones se convierten en participantes indirectos en los procesos de explotación en el sentido definido por Marx.

Las caracterizaciones propuestas por André Gauron<sup>30</sup>, por Frédéric Lordon y por André Orléan, así como las respuestas que dan, explícita o implícitamente, a Michel Aglietta se sitúan en el marco más estricto de la regulación. André Gauron se suma a la idea de un régimen de crecimiento, pero no a su

<sup>28</sup> Ver *Le capitalisme de demain*, op. cit., páginas 14, 24 y la sección que comienza en la página 32.

<sup>29</sup> La primera formulación se recoge en un largo artículo sobre los fondos de pensiones escrito para *Le Monde Diplomatique* en febrero de 1996.

<sup>30</sup> André Gauron, nota de lectura sobre *Le capitalisme de demain*, aparecida en *El año de la Regulación*, 2000.



caracterización como régimen “patrimonial”. Su primera crítica versa sobre la extensión dada por Aglietta a la noción de deuda social y sobre la representación de los hechos que podrían justificar la calificación de “patrimonial”. Solamente los fondos de pensiones con unas prestaciones definidas “*participan de un modo de regulación organizado (...) en tanto que son (o han sido) una componente de las negociaciones colectivas y salariales*”. Son igualmente los únicos que pueden ser colocados entre los compromisos que merecen el calificativo de “deuda social”. Ese carácter de deuda social, no obstante, está lejos de ser reconocido como tal en Estados Unidos: una decisión de la Corte Suprema de enero de 1999 niega a los asalariados todo derecho al reparto del excedente de un régimen de pensiones (jubilaciones) con prestaciones definidas<sup>31</sup>. Por otra parte, podemos preguntarnos si esta “deuda” sería verdaderamente pagada en caso de crac financiero<sup>32</sup>. En fin, a pesar de su apogeo, los sistemas de prestaciones definidas no interesaban más que a una pequeña fracción de asalariados y empleados públicos y, desde los años noventa, han sido objeto de ataques sistemáticos por parte de los empresarios que prefieren otros sistemas diferentes. Se trata de sistemas de “ahorro contractual”, en los que los riesgos de las inversiones recaen exclusivamente sobre los asalariados titulares de cuentas individuales, a los cuales es preciso negar cualquier carácter de “deuda social”<sup>33</sup>.

La segunda crítica es común a André Gauron y a Frédéric Lordon. Versa sobre el derecho que los asalariados-jubilados detentan en su condición de accionistas. Para Gauron, son “*simples depositarios; su poder no es ni siquiera virtual, no existe*”. La introducción o extensión (a través de sistemas obligatorios) del ahorro asalariado ha hecho progresar vigorosamente “*la integración-desposesión de los asalariados en el capitalismo*”. Pues el hecho de que el “*asalariado sustituya al rentista clásico no modifica el carácter del capital (...). Sigue siendo un capital financiero en el sentido de Hilferding sin transformarse en capital-salario: no hay, en absoluto transferencia de propiedad*”. Frédéric Lordon concede una importancia considerable a los mecanismos de concentración, estimando que “*el ahorro de los ahorradores no es nada, es el ahorro concentrado el que lo es todo*”. Fustiga “*la fantasmagoría del «socialismo de los fondos de pensiones»*”, así como los “*falsos semblantes del accionariado asalariado*”, citando los resultados de estudios y encuestas aparecidos desde hace dos años sobre las formas y el contenido efectivo del ejercicio por los asalariados de sus

<sup>31</sup>Cf. New York Times, 26 de enero de 1999: “Supreme Court ruling favours employers on pension gains”

<sup>32</sup>Gauron recuerda que el nivel elevado de las acciones ha permitido a las empresas reducir el montante efectivo de sus contribuciones. Añadamos que gracias a los rendimientos obtenidos, merced a lo elevado de las cotizaciones bursátiles, por las empresas que cotizan desde hace varios años, la gestión de las pensiones ha dejado de representar un coste, convirtiéndose incluso en una fuente de beneficio financiero. ¿Qué pasará en caso de producirse un cambio de tendencia?

<sup>33</sup>“La ofensiva en Francia de los partidarios de los fondos de pensiones -a semejanza de la reorientación en los Estados Unidos hacia los Mutual Funds (fondos de inversión)- persigue un interés preciso: transformar una deuda social en un simple ahorro contractual” op. cit. pág. 338. La obra de referencia en que se apoya Gauron es de L. Roberts, Les retraits aux États Unis -Sécurité Sociale et fonds de pensions, La Dispute, París, 2000.

derechos de propiedad<sup>34</sup>. Más importante aún, Lordon no separa su discusión sobre el accionariado asalariado del debate sobre el papel de los salarios como principal “variable de ajuste del sistema”. Su conclusión es que *“los fondos salariales son una formidable máquina de romper la unidad política de los asalariados”*<sup>35</sup>.

André Gauron critica finalmente a Michel Aglietta por difuminar su teoría de la moneda, por “olvidarla” en el momento de lanzar su teoría del compromiso social “patrimonial”. Según él Aglietta no quiere reconocer que los fondos de inversión *“mantienen intacta la heterogeneidad de la moneda, que él y Orléan han identificado, entre los que tienen la iniciativa y los que no la tienen”*<sup>36</sup>. No ocurre lo mismo para André Orléan. Él es quizás el que trata las posiciones de Aglietta de forma más amistosa. Pero su comprensión de las bases institucionales del poder de las finanzas y del funcionamiento de los mercados financieros le prohíben ir más allá de la formulación de algunos vagos estímulos que el núcleo duro de su análisis contradice<sup>37</sup>. Su teoría de “la autonomía” de las finanzas (a la que se hará referencia posteriormente) y del poder económico lleva a Orléan a referirse a una heterogeneidad acrecentada de la moneda. El ahorro concentrado es un bien de capital: *“El poder de las finanzas se revela en su esencia como un poder de abstracción en virtud del cual la actividad productiva es sojuzgada a las restricciones de la puesta en valor del capital”*. *“Haciendo esto, el poder abstracto del dinero se transforma en un poder efectivo sobre la producción, sobre la inversión y sobre los salarios”*. Es improbable que un nuevo compromiso social sólido pueda construirse sobre esta base. Lo que se percibe, al menos por el momento, es un ascenso del “individualismo patrimonial”, es decir un *“debilitamiento de la solidaridad ciudadana en beneficio de una dependencia de los otros, siempre más abstracta y anónima, bajo el predominio de los mercados (en los que) el individuo se define (¿o, más bien, es definido por éstos?) como propietario de derechos-títulos de los que es preciso defender el valor”*<sup>38</sup>.

## 2. Las posiciones relativas a las coherencias y al sentido de los encadenamientos

Michel Aglietta concede al nuevo régimen que ha arraigado en Estados Unidos una coherencia sistémica que, al mismo tiempo, es portadora de encadenamientos “virtuosos” y está orientada hacia el crecimiento. Para Frédéric Lordon, por el contrario, si *“la gestión del ahorro colectivo se ha consolidado como forma institucional dominante y reforma los encadenamientos del circuito económico global”*, las coherencias que resultan de ello no están asociadas a encadenamientos “virtuosos” de los que se derive una expansión sostenida. En su aná-

<sup>34</sup> Ver, en particular, los trabajos de Catherine Sauviat y de Jean-Marie Pernot; principalmente el artículo aparecido en L'Année de la Régulation, 2000, así como el más reciente de Catherine Sauviat en La Revue de l'IREs, nº 36, 2001/2: “Syndicats et marchés financiers: bilan et limites des stratégies nord-américaines. Quelle valeur d'exemple pour les syndicats en Europe?”.

<sup>35</sup> Fonds de pension, op. cit., páginas 94 y 105.

<sup>36</sup> Op. cit., pág.339

<sup>37</sup> Ver por ejemplo, Le pouvoir de la finance, op. cit., páginas 256 y 263.

<sup>38</sup> Ibid. Pág. 244.

lisis, la expansión parece excluida por dos razones básicas: la necesidad que parece tener el régimen de acumulación de que la masa salarial y el nivel de empleo aparezcan como las principales “variables de ajuste del sistema”, y su gran dependencia de un mercado alcista que debe ser mantenido en estado de burbuja financiera “permanente” si se quiere que los circuitos macroeconómicos se equilibren. En la obra de André Orléan, no hay encadenamientos “virtuosos”. En primer lugar, debido a la *“naturaleza incompleta de las finanzas”*<sup>39</sup>, es decir, a la incapacidad de los mercados financieros para auto-regularse y al hecho de que haya mecanismos que les conducen de manera recurrente a sufrir crisis, poniendo en peligro la existencia de los activos que gestionan. Además, porque es real *“la capacidad del poder de los prestamistas para apropiarse de una parte de la riqueza generada por las empresas y los asalariados (y) exigir (...) una participación en el control de la empresa; puede pretender, incluso, un reparto de la propiedad del capital”* acorde con sus competencias. Finalmente, en mi concepción, situada en el polo opuesto a la de Aglietta, las coherencias sistémicas, concebidas en principio en el contexto de la mundialización del capital como una especie de “régimen macroeconómico” de la economía mundial “globalizada”, dan lugar a un círculo “vicioso” que genera un crecimiento lento o muy lento.

Para ver donde se sitúan exactamente las divergencias, es difícil renunciar a la presentación de Aglietta como punto de partida, incluso sabiendo que esta forma de proceder tiende necesariamente a acentuar las diferencias. Michel Aglietta es el único que ha anunciado al mismo tiempo la emergencia de un nuevo régimen y ha sostenido que éste se encontraba en condiciones de asegurar el crecimiento, lo que le capacitaría para reproducirse en el tiempo. La *“variable fundamental (para ello) es el beneficio por acción”* exigido por los accionistas institucionales a través del gobierno de la empresa. Gracias a estos accionistas las empresas norteamericanas se han lanzado hacia *“actividades con potencial de crecimiento elevado”* y han adoptado *“criterios de gestión transparentes y formas de organización que identifican y separan de forma clara las responsabilidades”*. La participación de los accionistas institucionales en la gestión de las empresas es un factor que genera eficacia. Conduce a los gestores de las empresas hacia *“inversiones en organización que economizan capital”*. Éstas son a la vez permitidas y exigidas por las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (NTIC). A su vez éstas *“facilitan las reestructuraciones que rebajan los costes salariales y reducen los stocks”*. Esto asegura la siguiente cadena de procesos virtuosos: *“Los beneficios creados de esta forma permiten distribuir dividendos y sostienen el alza de las cotizaciones bursátiles”*.

En este punto, Aglietta reconoce que puede surgir un problema, ya que *“(el alza) toma un sesgo especulativo financiado con crédito”*. Pero esta reserva desaparece gracias a que el alza bursátil provoca *“un aumento del valor de mercado de la riqueza de los hogares más rápido que el endeudamiento”*, estimulando, en conjunción con la bajada de precios, el consumo privado. En cuanto a las rela-

---

<sup>39</sup> Ibid., pág.252.

ciones económicas exteriores, se encuentra una referencia a la globalización que “atenúa la restricción de la balanza corriente gracias al crédito internacional”, y otra, bastante curiosa tratándose de Estados Unidos, que alude a que las “exportaciones netas” mantienen el crecimiento en los niveles del consumo. La “sensibilidad a la inflación” que los mercados ponen a prueba, con su poder de sanción en caso de que se produzca una desviación, es un “estabilizador endógeno”. La única sombra que planea sobre este régimen de crecimiento viene del exterior, de la globalización financiera. Es la “inestabilidad financiera, fuente de riesgo sistémico”. Los culpables son claros: no son los mercados bursátiles americanos. Tampoco lo es el funcionamiento de los mercados financieros de otros países ni el recurso masivo a la creación de crédito para mantener las compras de acciones. La inestabilidad tiene su origen en “la incapacidad para evaluar el riesgo” de estos países, que cuentan con niveles de endeudamiento externo “excesivos”. En definitiva, “la combinación de crecimiento y reducción de costes da lugar al beneficio total que garantiza la rentabilidad de los fondos propios exigida a los inversores institucionales” por los accionistas-asalariados que les han delegado el ejercicio de los derechos de propiedad.

### La innovación, la productividad y la inversión

Para afirmar que nos encontramos ante un régimen de acumulación (denominado aquí, de crecimiento) con una fuerte capacidad de auto-reproducción se requiere de la presencia de tres niveles o conjuntos de argumentos. El primer nivel se refiere a la innovación y a la productividad. El segundo es el de los efectos beneficiosos del gobierno de la empresa. El tercero alude a las funciones que el régimen financiarizado “patrimonial” deja en manos de los mercados financieros, unas funciones que éstos cumplen de manera satisfactoria.

Por lo que concierne a la productividad, puede afirmarse que la interpretación optimista que Michel Aglietta hace del progreso técnico (desde el punto de vista de lo que se expone en *El capitalismo del mañana*) ha sido la menos cuestionada por los autores franceses<sup>40</sup>. Ese optimismo puede atenuarse recurriendo a los trabajos americanos en los que se atribuye el aumento de la productividad, a partes iguales, al empleo de tecnologías de la información y al aumento de la productividad general de los factores<sup>41</sup>. Los trabajos más esclarecedores son los de Robert Gordon, cuyos resultados invitan a contemplar con un gran escepticismo los éxitos norteamericanos. Este autor no comparte en absoluto la euforia sobre la “efervescencia tecnológica”. Entre las conclusiones más destacadas de sus trabajos conviene reseñar: en primer lugar, que el único sector en el que se ha registrado un incremento de la productividad general de los factores ha sido el de la producción de ordenadores y microprocesadores; en segundo lugar, que en el sector de los bienes duraderos ha aumentado la productividad media del trabajo gra-

<sup>40</sup> Jean Gadrey es la principal excepción.

<sup>41</sup> Ver Nueva Economía, op. cit., pág. 28, sobre la base de los trabajos de S. Oliver y D. Sitchell (2000), de D. Jorgensen y K. Stiroh (2000) y de Robert Gordon. Las referencias completas de los dos primeros trabajos, puede consultarse la bibliografía del informe en cuestión.

cias a la introducción de ordenadores y de bienes de equipo automatizados que emplean microprocesadores, pero no se aprecia en él un aumento de la productividad general de los factores; por último, en tercer lugar, Robert Gordon destaca que en el resto de la economía el “efecto de la informática” no ha influido, o bien ha repercutido de forma casi inapreciable, como lo pone de manifiesto el hecho de que no se observen variaciones significativas en la productividad<sup>42</sup>. Cuando se examina la composición de la inversión, se constata que una parte importante corresponde a las sociedades que forman parte del propio sector financiero (fondos de inversión, bancos, sociedades de bolsa, asesorías financieras, consultorías, etc.)<sup>43</sup>. En lo que concierne a la inversión, existe cierto debate en torno a las posibles implicaciones de la gran concentración de ésta en material y programas informáticos, en detrimento de la inversión en infraestructuras y en equipos.

En su presentación general de lo ocurrido en 1998, Michel Aglietta valoraba positivamente el protagonismo adquirido por el capital-riesgo y las empresas que cotizan en el NASDAQ en la financiación de las innovaciones. Este autor atribuye gran parte del dinamismo de esa financiación a su articulación con los mercados financieros. Se trata de una interpretación que no valora la contribución de otros factores que también han tenido una influencia importante. Uno de esos factores, en los que insiste un número creciente de estudios, es la incorporación masiva de estudiantes, y también de investigadores ya formados, de los que Estados Unidos se habría beneficiado a lo largo de la década de los noventa aún más que en períodos anteriores. En los países de la periferia, pero también en los pertenecientes a los otros polos de la Triada, se produjo una fuga de cerebros hacia los Estados Unidos aún más intensa que la fuga de capitales<sup>44</sup>. Si la investigación y el desarrollo (I+D) del sector de las empresas ha registrado un buen comportamiento a partir de 1995, ha sido, por una parte, debido al efecto mecánico derivado de la recuperación del ciclo<sup>45</sup>, y, por otra parte, como consecuencia de la transferencia progresiva de capacidades y de gastos en I+D de empresas europeas hacia Estados Unidos<sup>46</sup>. Por otro lado, no puede olvidarse el papel crucial desempeñado por los gastos públicos. La investigación médica, por ejemplo, está muy vinculada al Department of Health y a los National Health Institutes, que se encuentran entre los principales centros de investigación de los de los que surgen los “proyectos que luego se desarrollan” (los start-ups). Por otro lado, el anuncio de un fuerte relanzamiento del gasto militar en I+D para desarrollar un

---

<sup>42</sup> Sobre todos estos aspectos, ver R.Gordon, “Technology and economic performance in the american economy”, contribución a la conferencia inaugural del Centro Saint Gobain para la Investigación Económica, 10 de noviembre de 2000, pág. 19-27.

<sup>43</sup> D.Henwood, “Booming, borrowing and consuming: the U.S. economy in 1999”, Monthly Review, julio-agosto 1999.

<sup>44</sup> Si se desea encontrar cifras concretas y referencias sobre este tema, puede consultarse el trabajo de B.Kought, “The trasatlantic exchange of ideas and practices: national institutions and diffusion”, Les Notes de l'IFRI, n° 26, 2000.

<sup>45</sup> Ver D.Guellec y E. Ionnadis, “Causes et fluctuations in R&D expenditures: a quantitative analysis”, OECD Economic Review, París, 1997.

<sup>46</sup> La participación de las empresas extranjeras en la financiación propia de los gastos en I+D del sector empresas de los Estados Unidos pasó del 9% en 1987 al 15% en 1997. Ver D. Dalton et al., Globalising industrial research and development, US Department of Commerce, 1999.

“escudo nuclear<sup>47</sup>” ha servido para recordar que la iniciativa pública es el medio que los Estados Unidos ha utilizado tradicionalmente para alimentar el flujo de innovaciones. Por último, los estudios más recientes sobre la utilización por parte de las empresas de la financiación ofrecida por el capital-riesgo y el NASDAQ (por ejemplo, los realizados por Mary O’Sullivan y Bill Lazonic en el marco del ARC II) han puesto de manifiesto el aumento de la fragilidad de la innovación industrial privada como consecuencia de sus relaciones con la financiación especulativa procedente de los mercados.

### **El gobierno de la empresa de los inversores institucionales**

El segundo grupo de argumentos sobre los que reposa la tesis de la existencia de un “círculo virtuoso”, cuya inconsistencia puede utilizarse para criticar dicha tesis, es el que se centra en los efectos positivos de la participación de los inversores institucionales como accionistas minoritarios en la gestión de las empresas. Esos inversores tienen siempre abierta la posibilidad de emprender el camino que les permite seguir Wall Street en busca de la liquidez (el “Wall Street walk”), es decir, en todo momento pueden desligarse de las sociedades vendiendo los títulos. André Orléan ha sido el autor que más ha estudiado esos efectos, lo que le ha permitido matizar mucho las conclusiones de Michel Aglietta sobre ellos. De acuerdo con la síntesis que realiza en el capítulo IV de su libro, a partir de las investigaciones desarrolladas en el ámbito de la economía industrial (en el LEREP de Toulouse, por ejemplo) y en el de la economía de la tecnología (en el grupo del INSEAD, impulsado por Mary O’Connor y Bill Lazonnick), puede concluirse que asistimos a “una sumisión de la producción a los principios de la liquidez financiera<sup>48</sup>”. La crítica puede reforzarse aún más en la actualidad tomando como base la experiencia de sectores como la telefonía y los equipamientos y programas informáticos utilizados en el ámbito de la “nueva economía”; en estas ramas, el exceso de acumulación y la sobreproducción han aumentado al mismo tiempo que lo ha hecho la subordinación de las estrategias y de las inversiones en I+D a la disponibilidad de capital-riesgo y a las fluctuaciones del mercado de valores tecnológicos.

### **Mercados financieros, distribución de la renta y equilibrios macroeconómicos**

La tercera serie de argumentos gira en torno a las funciones que el régimen financiarizado “patrimonial” confía a los mercados financieros y en torno a las condiciones que deben satisfacerse, dada la forma en la que se cumplen esas funciones. Éstas no sólo se refieren a la determinación del nivel de inversión y del destino que se le da a ésta, y al ejercicio de un poder de control y/o de iniciativa en materia de fusiones y reestructuraciones. Se refieren, además, a la distribución de la renta y al nivel de consumo de las familias. Michel Aglietta lo destaca claramente, si bien analiza la distribución solamente desde la óptica del “reparto del

<sup>47</sup> Ver C. Serfati, *La mondialisation armée: le déséquilibre de la terreur*, La Discorde, París, 2001.

<sup>48</sup> Op. cit., pág. 216.

*beneficio (planes de ahorro, participación de los asalariados en los beneficios, opciones sobre acciones), del que depende la distribución de los dividendos*". Prescinde, por tanto, de todo lo que concierne a los salarios y al empleo, una cuestión sobre la que Frédéric Lordon ofrece un punto de vista completamente distinto.

Lordon consagra el tercer capítulo de su libro *El salario expuesto a todos los riesgos* a las consecuencias que tiene sobre la relación salarial el poder de los accionistas y el de los patronos que se preocupan esencialmente de las cuestiones financieras. En el régimen financiarizado *"se concentran y se ajustan todas las tensiones"* sobre los asalariados. Esas tensiones proceden de las políticas públicas que pretenden responder a las exigencias de "los mercados". Tienen también su origen en las transformaciones en el clima de competencia a las que conducen la liberalización de los intercambios y la deslocalización de las empresas, y, por último, y como colofón, se derivan de los criterios de gestión financiera que se adoptan para satisfacer los intereses de los accionistas: *"El abuso de autoridad del «economic value added» (EVA) consiste en definir una especie de renta accionarial mínima garantizada"* (subrayado por el autor<sup>49</sup>). Ésa es la función de las políticas que aumentan la flexibilidad y la precariedad, que pueden interpretarse también como *"un intento de imponer sobre el factor trabajo unas restricciones como las que existen en el ámbito del capital para garantizar la liquidez de los títulos de propiedad gracias al funcionamiento del mercado financiero"*. En el régimen de acumulación financiarizado, los salarios han adquirido la condición de *"variable residual, que antes se le asignaba al beneficio"*. Todavía tiene más importancia el hecho de que *"se está llevando a cabo una gran redistribución del riesgo entre capitalistas y asalariados"*<sup>50</sup>.

Los efectos de esa redistribución no sólo tienen trascendencia política y social. A partir del momento en que los salarios se convierten en la variable de ajuste del régimen financiarizado, el importe de las rentas financieras (efectivas o anticipadas), que dependen del estado de las cotizaciones en la Bolsa, se transforman en una variable esencial en la determinación de los equilibrios macroeconómicos. Mercados como la propia Bolsa y agentes económicos como los que intervienen en ellos determinan el famoso "efecto riqueza", tan difícil de cuantificar con precisión, pero tan importante a la hora de configurar las expectativas de todos los agentes (de las familias, de las empresas y de los bancos, cuya oferta de crédito depende significativamente del estado de la Bolsa). Se ha llegado incluso a una situación en la que el consumo de las familias, así como las previsiones de crecimiento, dependen del nivel en que se encuentren las cotizaciones. En suma, la configuración del régimen financiarizado hace que los mercados financieros hayan tomado el relevo de las políticas económicas y de la negociación colectiva propia del fordismo, ocupando el lugar de éstas en la determinación del nivel alcanzado por la demanda y, consecuentemente, por la actividad económica. Cabría preguntarse, en cualquier caso ¿los mercados financieros tie-

<sup>49</sup> Pensions, pièges à cons, op. cit., pág.61.

<sup>50</sup> Idem, pág.62-63.

nen capacidad para hacerlo?

La lectura de los trabajos de André Orléan permite comprender una parte importante de las razones que llevan a pensar que esa esperanza es vana. Gracias a “la autonomía” que les confiere la liquidez y al hecho de que ésta parezca asegurada a medio plazo, los mercados financieros generan un entorno cerrado, una especie de universo en el que imperan los fetiches. De acuerdo con este autor, el talón de Aquiles de la lógica financiera consiste en que *“se cierra sobre sí misma, constituyendo su propia referencia: la racionalidad económica, al no estar vinculada a un acuerdo social que determine sus objetivos, degenera en una racionalidad basada en la imitación”* (página 254). Su extraordinaria capacidad para mantenerse durante períodos prolongados al margen de lo que sucede en el mundo real permite la constitución de acuerdos, cuyo mal funcionamiento da lugar a las burbujas financieras que abren el camino a los cracs. En 1999 André Orléan no dudaba en pronosticar, sin ofrecer una fecha concreta, que en un plazo no muy largo se produciría una *“corrección de gran alcance”*. Algunas consecuencias de este fenómeno serían la posible destrucción de una parte de la capitalización ficticia (la reducción del capital ficticio) y la más que segura confirmación de la fragilidad de un régimen de acumulación que tiene como fundamento la valorización patrimonial.

Los ingredientes del estallido final de ese crac anunciado, aunque sin concretar la fecha de su estallido ni su alcance, serían *“los comportamientos miméticos de los gestores del ahorro colectivo, la dinámica financiera que se refuerza a sí misma y la miopía de las expectativas convencionales”*<sup>51</sup>. La vulnerabilidad de la autonomía de los mercados se debe a que la liquidez se fundamenta en mecanismos de valoración de los títulos basados en evaluaciones subjetivas de los poseedores de esos títulos y de los inversores. Esas evaluaciones se llevan a cabo en condiciones en las que domina la “racionalidad auto-referencial”. El nivel de las cotizaciones que surge de la confrontación de las decisiones de los agentes que participan en el mercado tiene para ellos el valor de un consenso, pero éste se consigue en unas condiciones en las que *“el carácter auto-referencial de las interacciones hace que surja una opinión común únicamente gracias a que las creencias se auto-confirman, no porque esa opinión sea verdadera en sí misma, sino porque todo el mundo cree que es verdadera”*<sup>52</sup>.

### 3. Un resumen de las tendencias básicas.

Llegados a este punto, es interesante recordar los elementos que permiten identificar un régimen de acumulación. De acuerdo con la ya clásica definición de Robert Boyer necesitamos *“un tipo de evolución de la organización de la producción y de las relaciones de los asalariados con los medios de producción; un horizonte temporal de valorización del capital, del que puedan desprenderse unos principios de gestión; un reparto del valor que permita la reproducción dinámica de las diferentes clases o grupos sociales; y una composición de la*

<sup>51</sup> A. Orléan, *Le pouvoir de la finance*, op. cit., pág. 260.

<sup>52</sup> *Idem*, pág. 84.



*demanda social acorde con la evolución de las capacidades de producción*<sup>53</sup>”. De la presentación que se acaba de hacer de las diferentes concepciones del régimen de acumulación financiarizado, exceptuando la que hace Michel Aglietta, parece desprenderse que dicho régimen se caracteriza por las siguientes tendencias básicas:

1. La organización de la producción y de las relaciones de los asalariados con los medios de producción ha sufrido transformaciones que han tenido consecuencias desfavorables para éstos. Esas consecuencias se han producido a raíz del efecto combinado del nuevo gobierno de la empresa y del proceso de liberalización, desregulación y mundialización, uno de cuyos efectos más importantes ha sido el incremento de la competencia a escala internacional entre los trabajadores. La flexibilización y el aumento de la precariedad del empleo han hecho que los asalariados hayan visto reducida su ya escasa influencia sobre los medios de producción.

2. Los mercados financieros y los nuevos inversores institucionales no sólo determinan el horizonte de valorización del capital, sino que, además, marcan los ámbitos de valorización de ese capital y sus divisiones y subdivisiones. Los principios que guían la gestión en el nuevo régimen se establecen en función del criterio de la maximización del valor de las acciones (la “creación de valor”).

3. La nueva configuración del reparto del valor, determinada por el poder de los prestamistas (en sentido amplio, de acuerdo con lo que establece André Orléan) no permite la reproducción del conjunto de clases o de grupos sociales. Por el contrario, es la responsable de la “marginación” y de la “exclusión”, lacras características del régimen de acumulación financiarizado.

4. En combinación con la emergencia de un “Estado liberal” que transfiere al mercado la determinación de la composición de la demanda social que asumía antes el propio Estado, los fenómenos que acaban de ser enumerados afectan de lleno a la configuración de la distribución de la renta, y, por consiguiente, al nivel y al contenido (en mercancías y servicios) de la demanda efectiva. La validación del incremento de las capacidades de producción se alcanza con mayor o menor facilidad, de forma distinta según los países. La satisfacción de las necesidades sociales retrocede, incluso en los países en los que regía el “compromiso social-demócrata”.

5. Finalmente, el lugar que ocupan los mercados financieros en la arquitectura del régimen financiarizado hace que no sea factible la reproducción estable de dicho régimen. La inestabilidad, que puede ser crónica en determinadas coyunturas, no se debe principalmente a la fragilidad financiera sistémica nacida de la mundialización financiera, aunque ésta la agrave al retroalimentarla. Se trata de una inestabilidad endógena, inherente a la constitución y al funcionamiento de los mercados de títulos.

---

<sup>53</sup> R. Boyer, op. cit., pág. 46.

### III. El crecimiento americano de finales de los 90 y su posición internacional única

¿Cómo explicar el crecimiento americano de la segunda mitad de los 90 y, sobre todo, del período que va de finales de 1998 a mediados del año 2000? Si se acepta el enfoque de Michel Aglietta, ese crecimiento podría constituir la prueba del carácter virtuoso de los encadenamientos del régimen patrimonial. Para Frédéric Lordon, por el contrario, el crecimiento sólo ha sido posible gracias a la formación de una burbuja bursátil de carácter absolutamente excepcional, tanto en su dimensión como en su duración. Esta interpretación me parece certera, siempre que se la inserte en el marco más amplio de las relaciones económicas y financieras de una economía mundial, cuyas tendencias a la homogenización han aumentado, a la vez que lo han hecho su diferenciación y su jerarquización.

Lo que ha permitido a los mercados bursátiles permanecer tanto tiempo en estado de levitación ha sido el flujo permanente y masivo de capital hacia Wall Street. Las importaciones de mercancías, que han tenido lugar en un marco carente de controles asociados a la existencia de déficit comerciales, han contribuido considerablemente al crecimiento no inflacionista. Por todo ello, pienso que el crecimiento americano no anuncia de ninguna manera la llegada de un “régimen patrimonial” viable y, aún menos, transferible internacionalmente. Este crecimiento se ha construido sobre relaciones sistémicas internas, y, sobre todo, internacionales, que ningún otro país o Unión económica puede reunir. Ha sido la manifestación de una coyuntura económica específica de la potencia hegemónica de la “posguerra fría” y de la mundialización financiera<sup>54</sup>.

#### 1. La burbuja financiera como condición del crecimiento en “régimen financiarizado”

Lordon defiende la hipótesis de que *“una de las características más profundas de la burbuja” es que ha “dejado de ser una aberración local, una deriva transitoria, un paréntesis en el curso de una dinámica financiera, por otra parte razonable, para convertirse en un rasgo permanente del régimen de acumulación financiarizado”* (subrayado por Lordon). Si ello es así, dice él, *“es porque la burbuja encuentra las razones de su prolongación indefinida en su capacidad para responder a una necesidad funcional de ese régimen de acumulación, y para ofrecer una resolución, en forma de desequilibrio dinámico, a una de sus contradicciones centrales”* (aquí soy yo quien subraya). Desde mi punto de vista, esta posición ha sido poco discutida públicamente<sup>55</sup>.

Comencemos por una nota preliminar. Creo necesario reemplazar la expresión *“carácter permanente del régimen de acumulación financiarizado”* por la de *“condición de un crecimiento pasajero, abierto a un muy pequeño número de países (...) en régimen financiarizado”*. El crac bursátil lento de Nueva York, distri-

<sup>54</sup> Ver mi capítulo en: François Chesnais, Gérard Duménil, Domonique Lévy, Emmanuel Wallerstein, ¿Una nueva fase del capitalismo?, Colección Seminario marxista, Syllepse, París, 2001.

<sup>55</sup> Fondos de pensiones, op.cit., pág. 80.

buido en etapas o episodios sucesivos, y que podría acelerarse significativamente como consecuencia del contagio generado por el derrumbamiento de los sistemas financieros en otras parte del mundo, comenzando por los países “emergentes”, no va a barrer de un golpe el régimen financiarizado. Las crisis financieras y la recesión que llegan hacen que este régimen agrave, en lugar de contener, las contradicciones fundamentales del capitalismo. Esas contradicciones van a poner en evidencia su incapacidad para reunir los atributos de un régimen de acumulación como el concebido por la Escuela de la regulación. Pero, a menos que desemboque en una gran crisis, capaz de destruir la acumulación completamente, de eliminar los créditos y los títulos y el poder de los prestamistas en el sentido de André Orléan (y de provocar también convulsiones políticas radicales), la caída de las cotizaciones y la recesión van a provocar el debilitamiento del capital que genera interés y de los inversores financieros, aunque éstos probablemente no pierdan su posición central en la configuración de la acumulación. De ahí que me incline por hablar de *“condición de un crecimiento pasajero”*, dejando abierta la posibilidad de una nueva fase de crecimiento en régimen financiarizado.

Lordon defiende la tesis de una huida hacia adelante de la Bolsa, orientada hacia el alza, basada sobre todo en los mecanismos internos del mercado. De acuerdo con él, nos enfrentamos a *“una de las contradicciones centrales (...) del régimen de acumulación”*, la que se desprende del hecho de que *“la exigencia de rentabilidad financiera de los fondos propios (el famoso 15%) excede ampliamente de las posibilidades objetivas de generación de beneficios de un importante número de actividades económicas sobre las que se aplica”*, lo que fuerza a los mercados a *“incorporar a los beneficios obtenidos de la producción las plusvalías generadas por la evolución de las cotizaciones (total return)”*<sup>56</sup>. Esto es lo que explicaría la aparición en 1999 de uno de los rasgos más originales de la coyuntura de Estados Unidos en los últimos diez años, a saber, el retroceso de la participación de los intereses y de los dividendos en las rentas de los fondos de inversión, a favor de los beneficios resultantes de las plusvalías bursátiles<sup>57</sup>. Lordon parece atribuir ese desarrollo simplemente a la fuerza de la *“convención financiera”*, ya que señala que *“la necesidad (de acumular los beneficios de la producción y las plusvalías bursátiles) es tan fuerte que arrastra a la colectividad de los inversores, que se proponen a sí mismos la exigencia de esos niveles de rentabilidad... a pesar de que la economía real es incapaz de mantenerlos verdaderamente”*<sup>58</sup>.

Expresándose así, Frédéric Lordon nos propone, quizá sin ser consciente, una versión extrema de la teoría de “la autonomía” de las finanzas, donde ésta se libera, se desconecta, aunque sólo sea durante algunos meses, de la economía real. Evidentemente, los mecanismos de auto-referencia descritos por André Orléan han desempeñado su papel. El alza de las cotizaciones ha sido sostenida por convenciones internas de la “colectividad de los inversores”. Sin embargo, la

<sup>56</sup> Lordon, op.cit., pág. 80.

<sup>57</sup> Ver “Shares without the other bit”, The Economist, 20 de noviembre de 1999, pág. 111.

<sup>58</sup> Lordon, op.cit., pág. 80.

formación de estas convenciones ha estado ligada, al menos de salida, a percepciones cuyo origen está, hasta cierto punto, en la economía real.

El alza de las cotizaciones no ha sido simplemente el resultado de “lo auto-referencial”, y de “la auto-realización” de las anticipaciones colectivas. Ha contado, además, con la ayuda de procesos y acontecimientos exteriores a los mercados. Se ha basado, en primer lugar, en la reversión, bajo la forma de títulos de una fracción, sin duda elevada, de los dividendos obtenidos por los poseedores de títulos, sean instituciones financieras, empresas, o bien hogares. Se sabe que estos últimos consagran solamente una parte de sus rentas de origen financiero al consumo, la otra parte es inmediatamente recolocada en títulos o en partes de fondos de inversión (*mutual funds*). Los hogares tienen, además, un estímulo adicional, ya que pueden utilizar su cartera de inversión como aval (colateral) para la obtención de créditos inmobiliarios o créditos para financiar el consumo de bienes duraderos. Por su parte, las empresas que cotizan han sido conducidas a adquisiciones importantes de sus propios títulos para sostener sus cotizaciones bursátiles y para evitar las OPA, y también para poder proceder a la distribución de opciones sobre acciones (*stock-options*<sup>59</sup>). Actuando de este modo han alimentado el mercado y han modificado la relación entre oferta y demanda de títulos. Esto es cierto para una de las formas de financiación de fusiones-adquisiciones. Desde hace algunos años, se hacen mayoritariamente por intercambio de acciones y conducen, a menudo, a una reducción neta de títulos. En la Bolsa de Nueva York, por ejemplo, la oferta de éstos se ha reducido significativamente, mientras que la demanda no ha hecho más que aumentar.

## 2. El doble déficit exterior americano, condición de su crecimiento

El movimiento alcista se ha beneficiado igualmente de factores exógenos al mercado *stricto sensu*, lo que ha contribuido a que la burbuja surja y se mantenga. Es dudoso, en principio, que los Estados Unidos hayan podido conocer un movimiento alcista “permanente” sin la intervención de la Reserva Federal y sin la vigorosa creación de crédito que esa intervención ha suscitado en algunos momentos y que ha autorizado, de manera tácita, a lo largo de toda la década. Son elementos vinculados de forma cada vez más clara a las convenciones alcistas. Los comentaristas más agudos de la política monetaria americana, por otra parte escépticos en cuanto a la realidad de la “nueva economía”, han destacado desde hace varios años, cómo, a partir de 1992, el relanzamiento, y después la expansión cíclica se han visto facilitados, cuando no impulsados directamente, por una expansión muy rápida del crédito y de la oferta monetaria en sentido amplio (M3<sup>60</sup>). Esta magnitud creció más del 5% de media entre 1995 y 1997, y el 9%

---

<sup>59</sup> Para encontrar datos sobre este punto, consultar el capítulo de Dominique Plihon (págs. 29-30), en “Appel des économistes pour sortir de la pensée unique” (Llamamiento de los economistas para salir del pensamiento único), *Les pièges de la finance mondiale*, Syros, 2000. Ver, igualmente, “Shares without the other bit”, *The Economist*, 20 de noviembre de 1999, página 111.

<sup>60</sup> Véase, especialmente, Pascal Blanqué, “US Credit. Bubble.com”. *Conjoncture*, Paris-Bas, abril 1999, así como el “Survey of the World Economy: The Navigators”, suplemento de *The Economist*, 25 de septiembre de 1999, pág. 30.

en 1998 y 1999. En el momento en que se detectó una amenaza de crac, en septiembre-octubre de 1998, la tasa de expansión alcanzó el 12%. Influida por sus trabajos sobre Francia y sobre la Unión Europea, Frédéric Lordon percibe una “*degradación de las condiciones del ejercicio del poder simbólico del banco central*” como parte integrante del régimen de acumulación dominado por lo financiero. En el caso de la Reserva Federal y de Alan Greenspan, se trata más bien de modificaciones de las condiciones de ese ejercicio del poder simbólico, pues después de un breve retraso han contribuido ampliamente a la formación del contexto que ha permitido a los inversores alcanzar la rentabilidad total (*total return*). Si se tiene en cuenta el laxismo monetario de la Reserva Federal y su diligencia para acudir en auxilio de los mercados en caso de crisis puede afirmarse que ha tomado nota de la “*posición de dominio estructural*” que han adquirido las finanzas. La Reserva Federal ha puesto “*el ejercicio del poder simbólico del banco central*” al servicio de los mercados, pero no ha renunciado al mismo.

Puede destacarse a continuación el papel, probablemente decisivo, de las relaciones económicas exteriores. Es imposible disociar las tendencias macroeconómicas y bursátiles americanas de tres déficit o desequilibrios estrechamente interconectados<sup>61</sup>: una tasa de ahorro negativa, un endeudamiento privado muy elevado (no solamente de los hogares sino también de las empresas), y, finalmente, un déficit corriente que crece de año en año hasta alcanzar niveles que ningún otro país industrial ha conocido durante un periodo tan largo. Esos desequilibrios permiten identificar importantes factores situados en el exterior del contexto cerrado de los mercados de títulos, que resultan de gran ayuda a la hora de explicar qué significado puede darse a las plusvalías bursátiles y cuáles son los factores económicos que las generan.

La tasa de ahorro negativo y el endeudamiento privado elevado son la expresión del papel desempeñado por la extensión artificial de la demanda interior. No pueden separarse del déficit corriente, que es una medida de la contribución del “extranjero”, es decir del resto del mundo, a la formación de la burbuja bursátil “permanente”. El terreno geo-político-económico que sirve de base a los resultados financieros de las empresas que cotizan, así como la capacidad de los gestores de fondos para agregar a los beneficios derivados de la producción los procedentes de las plusvalías (*total return*) es mundial. La formación y la consolidación de la burbuja bursátil ha ido paralela a un importante avance del déficit de la balanza corriente, que ha pasado del 1,7% del PIB en 1997 al 4,5% en 2000<sup>62</sup>. Éste ha sido financiado mediante lo que ha de definirse como una forma muy particular de deuda externa, de endeudamiento con el exterior.

A partir de 1997-1998, la deuda dejó de ser, a diferencia de lo que había ocurrido hasta entonces, una cuestión que afectaba esencialmente al gobierno Federal. Éste pudo reducir su déficit de manera importante gracias a los programas de austeridad, pero, sobre todo, merced a la buena coyuntura prolongada. Esta coyuntura no toma más que muy parcialmente la forma de IDE. El endeuda-

<sup>61</sup> Para un resumen claro, ver “America’s economy: Slowing down, to what?”, op.cit.

<sup>62</sup> Ver el artículo anterior.

miento exterior se traduce en entrada de inversiones financieras que afluyen hacia Wall Street para aprovecharse de la burbuja. Proviene de inversores institucionales y grupos financieros e industriales no americanos, pero también de los oligarcas y plutócratas del mundo entero, ya que los mercados financieros americanos son muy atractivos para cualquier “ahorro”. Los Estados Unidos han sido desde hace diez años el lugar preferente para rentabilizar un “patrimonio”, venga de de la explotación legal de obreros y campesinos o del blanqueo de dinero negro en los centros financieros extraterritoriales y otros paraísos fiscales situados en la periferia de los grandes mercados financieros. Al alimentar el mercado bursátil, estos capitales no hacen sino mantener la o las convenciones alcistas. Aportan al mercado una sustancia “real”, cuyo origen es la plusvalía obtenida de la explotación de los asalariados y de los campesinos pobres en los países en los que se origina el capital-dinero. Esto explica lo que sería la otra parte de la magia, es decir, la posibilidad de que los gestores de fondos hagan frente a sus obligaciones con la ayuda de las plusvalías bursátiles, es decir, con beneficios generados en el propio mercado bursátil. Los flujos de inversión hacia Wall Street se incrementaron espectacularmente con ocasión de las grandes crisis financieras y de las grandes recesiones que golpearon a Asia y a América Latina, lo que ha convertido a Wall Street, más que nunca, en el lugar de refugio de las inversiones procedentes de todo el mundo.

Veamos ahora otro aspecto capital de las relaciones privilegiadas de las que se benefician los Estados Unidos. En muchos trabajos sobre el crecimiento americano se insiste en que la tasa de inflación ha permanecido muy baja durante un período de expansión muy largo. Esa débil tasa de inflación, que ha contribuido igualmente a la consolidación de las convenciones alcistas, no se ha debido únicamente a la mejora de la productividad, tal y como desearían las explicaciones que hacen mayor apología del “milagro americano”. Debe también analizarse la posición excepcional que Estados Unidos ocupa en el sistema de relaciones económicas entre Estados. De un lado está lo que los sindicatos americanos llaman el “efecto maquiladora” (*the maquiladora effect*), es decir, el recurso constante que las grandes firmas han hecho del chantaje, amenazando con deslocalizar actividades en zonas francas de Méjico, o bien deslocalizándolas efectivamente. Se ha puesto en competencia directa a los asalariados americanos con los de países de bajos salarios en mucha mayor medida de lo que se ha hecho en Europa<sup>63</sup>. Por otra parte, es necesario tener en cuenta el proceso deflacionista al que ha contribuido un tipo de cambio que expresa la preferencia de los operadores por poseer dólares. Al cortarse de raíz el contagio mundial de la crisis asiática y contenerse el avance de la recesión en Asia, circunscribiéndose a los “mercados emergentes”, las economías occidentales (las del ámbito trasatlántico) se han beneficiado de las bajadas de precios de la mayor parte de las materias primas, pero también de muchos productos industriales *standard*. Estados Unidos no han sido los únicos en beneficiarse de la desgracia de los países asiáticos, latinoamericanos y

---

<sup>63</sup> Ver el informe presentado a la US Trade Deficit Review Commission, *The Impact of Capital Mobility on Workers, Wages and Union Organisation*, septiembre de 2000.

africanos. Los países de la Unión Europea también han sacado provecho. Los Estados Unidos, sin embargo, han podido utilizar más medios, al contar con instrumentos propios para reforzar significativamente los mecanismos de contención externa de la inflación. La apreciación del dólar ha desempeñado un papel importante en este sentido, pero la dimensión de la demanda interna de productos extranjeros y la ausencia de una “restricción derivada de la balanza comercial” han permitido a los importadores americanos disfrutar de las ventajas de que dispone quien controla el acceso al mercado final. De este modo, entre 1995 y 1999, los precios de las importaciones registraron un incremento medio anual del 0,4% en Francia (un incremento históricamente muy débil), pero en Estados Unidos se redujeron en un 2,6% al año<sup>64</sup>.

### 3. Régimen de acumulación dominado por lo financiero y mundialización del capital

Las relaciones hegemónicas mundiales, construidas alrededor de las finanzas y de las relaciones políticas y militares, más que de la industria o incluso de los servicios no financieros, han sido condiciones determinantes para el crecimiento de los Estados Unidos. Éstas no son, sin embargo, “exteriores” a la economía mundial. La economía estadounidense sufre, a su vez, algunas de las consecuencias de las relaciones que entabla con la “periferia del Imperio”, y se ve afectada, en un momento dado, por los efectos de la liberalización y de la desregulación exigida a los otros países.

Decir esto supone provocar una cuestión teórica mucho más amplia; una de las más difíciles. Si nos centramos en el caso del régimen financiarizado, nos referimos concretamente a la naturaleza de las relaciones entre los regímenes de acumulación por un lado, y, por otro, a los procesos de configuración y reconfiguración del mercado mundial y de la internacionalización del capital. La definición de estas relaciones me parece que es, desde el punto de vista de la Escuela de la regulación, más crucial hoy que en la época del régimen fordista. Su complejidad proviene del hecho de que hasta el presente, e incluso en el caso del régimen financiarizado, son los Estados-nación y su economía los que han constituido el marco político-institucional del nacimiento y de las primeras fases de consolidación de un nuevo régimen. La extensión o la “difusión” internacional de todo nuevo régimen ha supuesto, y supone siempre, contar con elementos del régimen anterior, cuyo éxito no está garantizado a priori. Esos procesos combinan las relaciones e instituciones que conforman ese régimen con los elementos constitutivos originales de las diferentes formaciones sociales nacionales en otras partes del mundo. Los países que han alumbrado el nuevo régimen y que buscan proyectarlo mundialmente no permanecen ajenos a unos procesos que acaban afectándoles y que repercuten sobre ellos como elementos “objetivos” extraordinariamente restrictivos. La teoría de las finanzas, entendida como fuerza “autó-

---

<sup>64</sup> Cifras citadas por Olivier Davanne en el informe al Consejo de Análisis Económico, Nueva economía, op.cit. pág. 62.

noma”, construida sobre la institución de la liquidez, muestra aquí, una vez más, toda su importancia. Los mercados financieros que constituyen la base de la liquidez son, fundamentalmente, una creación de Estados Unidos, que les han proyectado rápidamente hacia todo el mundo. Después de haber intentado eludir los peligros asociados a la liquidez, en la actualidad, esos mercados se enfrentan a ellos directamente.

Gracias a la influencia ejercida por la gran crisis mundial y las destrucciones masivas de la Segunda Guerra Mundial el proceso de difusión del fordismo contó con un contexto extremadamente favorable: el de un campo de acumulación productiva inmenso; el de una gran debilidad, o incluso, el de la ausencia de inversiones financieras; por último, el de la existencia de economías todavía bastante autocentradas, poco abiertas a los intercambios comerciales con el exterior, y aún menos a la entrada de inversión directa y a otras formas de entrada del capital. Todo esto ha permitido a la Escuela de la Regulación resolver el problema de la relación de los diferentes países con la economía mundial en términos de una “*adhesión al régimen internacional*” (asunto al que, verdaderamente, no se han dedicado mucho los trabajos regulacionistas), lo que permite contemplar un amplio margen de elección entre diferentes “*modalidades de adhesión*”. Esta fue una manera cómoda de solventar el problema teórico al que se ha hecho referencia con anterioridad (en el fondo, sin afrontarlo), algo de lo que sólo pareció sorprenderse Charles-Albert Michalet en los años setenta y ochenta.

Esta solución fácil no puede transmitirse al régimen financiarizado. El hecho de que las políticas de liberalización, de desregulación y de privatización en el triple ámbito de los movimientos de capitales financieros, de la IDE y de los intercambios de mercancías y servicios, hayan ejercido al mismo tiempo el papel de fundador, a la vez de la nueva fase de la mundialización (la de la mundialización del capital o de la “globalización”), y del régimen de acumulación financiarizado impide recurrir al postulado de los márgenes de libertad a los que conduce el concepto de “adhesión”. “La adhesión” al régimen financiarizado no es libre. Afecta a las economías que ya registraban una gran apertura en los últimos años de vigencia del fordismo, en el plano de los intercambios e incluso de la IDE, y que se han visto arrastradas hacia un proceso de liberalización y desregulación que sólo permite que un número muy pequeño de países -en el mejor de los casos- tengan un mínimo margen de maniobra para negociar los términos de su adhesión.

Tal como yo entiendo esta cuestión, el régimen de acumulación dominado por lo financiero tiene una relación con la “globalización”, entendida como la mundialización del capital, que yo intento definir de la manera siguiente. El régimen financiarizado es una “producción” de los países capitalistas avanzados, muy particularmente de éstos, con los Estados Unidos y el Reino Unido a la cabeza, los dos países en los que más se consolidaron las finanzas hasta la crisis de 1929. El régimen no está mundializado en el sentido de que no reúne en una verdadera totalidad sistémica el conjunto de la economía mundial. Como yo he acabado por comprender y anunciar, es únicamente en Estados Unidos donde el



régimen de acumulación dominado por lo financiero se ha implantado plenamente y ha confirmado todos sus rasgos. Éste es un punto en el que me ha faltado precisión, de forma que era sin duda a mí a quien se dirigía Frédéric Lordon cuando llamaba la atención contra las “*caracterizaciones uniformizadoras que desearían conducir de forma demasiado rápida al establecimiento de un régimen de acumulación financiarizado, igualmente válido para todas las economías*”<sup>65</sup>.

¿Cómo hacer explícita la relación de manera más certera? Quizá diciendo que su arraigo sistémico completo en un número muy pequeño de países, y quizás en uno sólo, no le impide estar mundializado en el sentido que su funcionamiento exige (hasta el punto de ser consustancial a su existencia) un grado muy elevado de liberalización y desregulación, no solamente de las finanzas, sino también de la inversión directa y de los intercambios comerciales. Estas medidas no deben ser impuestas únicamente en los países donde el nuevo régimen de acumulación se ha asentado. Deben imponerse en todos los lugares. De ahí la crucial importancia, no sólo para la implantación del régimen financiarizado, sino también para su funcionamiento en los Estados Unidos, del proceso de construcción institucional internacional. Conducido por Estados Unidos, sirviéndose del G-7, del FMI, del Banco Mundial (los que han elaborado el pretendido “consenso de Washington”), y también de la OMC, se ha hecho obligatoria “la adhesión” de los países, tanto *de facto* como *de jure*. Las políticas de ajuste estructural han hecho el resto, reduciendo al mínimo el margen de elección de los países en cuanto a las formas de su “inserción internacional”, y haciéndoles cada vez más dependientes de las decisiones de localización de las empresas transnacionales<sup>66</sup>. En Europa, el “nuevo orden económico mundial” se ha formalizado y se ha vuelto particularmente restrictivo a través del Tratado de Maastricht.

La “mundialización financiera” tiene, a su vez, la función de garantizar la apropiación, en condiciones tan regulares y seguras como sea posible, de las rentas financieras -interés y dividendos- a escala “mundial”. Su arquitectura inicial, así como las “reformas” del FMI introducidas después de la crisis asiática, tienen como objetivo permitir la valorización de inversiones financieras en todos los países susceptibles de mantener un centro financiero capaz de acoger inversiones procedentes del exterior. Ha sido preciso que estos países se plegaran a las exigencias del FMI en materia de liberalización financiera, pero el régimen de acumulación “financiarizado” no podía contentarse únicamente con esa vertiente concreta de la liberalización. La interpenetración, aún más intensa que en el pasado, de “finanzas” e “industria” exige que las empresas (cuyos beneficios y cuyo reparto de dividendos son el único fundamento tangible para guiar la cotización de las acciones) puedan disfrutar de una libertad total para elegir sus lugares de aprovisionamiento, de producción y comercialización. Esta exigencia requiere de

---

<sup>65</sup> F. Lordon, “La nueva agenda de la política económica en régimen de acumulación financiarizado”, en G. Duménil y D. Lévy, op. cit.

<sup>66</sup> Es el tema del libro, muy melancólico, de Ch. A. Michalet sobre *La séduction de nations*, Economica, París, 1999, cuya aportación teórica es el contrario de la que opera en el comercio internacional. En el nuevo régimen, es la IDE y son las transnacionales quienes determinan las modalidades de participación de los países en los intercambios internacionales.

la liberalización completa de la IDE y de los intercambios, así como la eliminación de cualquier restricción respecto del aprovisionamiento local. Estos son los objetivos perseguidos con la creación de mecanismos de integración regional como el Acuerdo de Librecomercio Norteamericano (NAFTA), o más recientemente “la Iniciativa de las Américas”, o, a escala mundial, con la OMC. Se ha fracasado en el caso del AMI, pero ese fracaso puede ser ampliamente compensado por la presencia en el tratado de Marrakech de un cuadro de disposiciones draconianas sobre la apertura de los mercados públicos y sobre la apertura y la desregulación de los servicios públicos (es el objetivo del GATS).

Gracias a esas instituciones y a esos mecanismos, el régimen de acumulación dominado por lo financiero está mundializado, ya que promueve una muy fuerte proyección internacional y fomenta la dominación sistémica por parte de los países capitalistas en los que el régimen ha comenzado a asentarse. La mundialización del capital es enormemente selectiva por principio. Ha engendrado, desde los años 80, una configuración mundializada y mucho más jerarquizada que la que prevaleció durante la fase de internacionalización comprendida entre 1950 y 1978. Con la consolidación del régimen de acumulación dominado por lo financiero, la jerarquización y la diferenciación se han acentuado todavía más. La dimensión de cada país, sus recursos naturales y, sobre todo, sus diferentes trayectorias históricas, dan lugar a una gran variedad de situaciones en el nuevo régimen de acumulación.

Limitémonos a tres casos tipo. El primero es el de países como Francia, donde la burguesía financiera y los gobiernos (tanto de izquierda como de derecha, en un régimen de “alternancia”) han presentado proyectos en los que se propone implantar el nuevo régimen a escala nacional, y en los que, sobre todo, se prepara, consciente o inconscientemente y con diversos grados de entusiasmo, de resignación y reticencia, la integración en un conjunto transatlántico, donde los mercados financieros americanos serían el eje y la OTAN el brazo armado. El segundo caso es el del gran número de países donde el sueño de una implantación autónoma del régimen de acumulación no puede mantenerse y donde la elección consiste en intentar resistir levantando límites a la liberalización financiera, o bien participar sin ninguna vergüenza como “provincia del Imperio” en los beneficios a los que puede accederse a través de los mercados bursátiles más atractivos. Por último, está el caso particular, o más exactamente único, de Estados Unidos, que puede sacar claramente partido del flujo permanente de inversiones financieras que llegan del resto del mundo.

#### **4. Algunas hipótesis sobre los mecanismos de retroalimentación de crisis hacia los Estados Unidos**

No le está permitido, en cualquier caso, a los Estados Unidos permanecer indefinidamente “fuera de la crisis”, empleando la expresión acuñada por W. Andreff en los años 80 a propósito de las transnacionales. Afirmar esto es sentar las bases de una discusión teórica de una envergadura que excede de los límites de esta contribución. Comencemos por la formulación de algunas hipótesis. Las

primeras son de un puro “clasicismo” marxista. La masa total del valor que se genere no se basa solamente en la tasa de plusvalía, sino que depende, tanto o más, del volumen de capital puesto en movimiento en la producción de valor y de plusvalía. Ahora bien, como consecuencia de las peculiaridades que presenta la acumulación en el régimen financiarizado (ver *supra*, I, 2) ese volumen se reduce continuamente. La centralización y la apropiación del valor y de la plusvalía se imponen sobre su creación. Por paradójica que pueda parecer esta afirmación, una inversión insuficiente tiene como corolario una situación de sobreproducción. Ésta se incrementa permanentemente, de ahora en adelante, convirtiéndose en sobreproducción manifiesta cada vez que se produce una crisis financiera sistémica<sup>67</sup>. Los despidos masivos en Estados Unidos son el reconocimiento, tanto por parte de los grupos americanos como por las grandes filiales extranjeras (que son, de hecho, las empresas más importantes), de que hoy en día ya no pueden transformar las tendencias deflacionistas en éxitos y que están forzados a afrontarlos por sí mismos. Incluso con el apoyo de las relaciones económicas excepcionales analizadas más arriba, la huida hacia delante en busca de la rentabilidad total (*total return*) no puede continuar indefinidamente. Esos grupos se verán obligados, en un momento dado, a anunciar que la suma de sus beneficios industriales y de sus “beneficios derivados de operaciones financieras” comienza a bajar, con lo que las esperanzas de los inversores se verán frustradas.

Es en este momento cuando entran en juego los mecanismos de contagio internacional de las crisis a través de las Bolsas. Son la consecuencia del carácter altamente jerarquizado de los mercados de títulos. Este fenómeno ya se ha constatado en las crisis financieras mejicana y asiáticas. A este respecto yo he sugerido que “*la liquidez no supone un compromiso de un grado equivalente en Bangkok que en Nueva York*”, en el principal mercado (el NYSE)<sup>68</sup>. Un trabajo sobre estas crisis, conjuntamente con la lectura atenta del libro de Orléan, me han convencido que no se defiende de la misma forma la liquidez en Wall Street y en un mercado financiero “emergente”. Tanto la convicción de la necesidad de compromiso “endógeno” por parte de los inversores<sup>69</sup> como la fuerza de las garantías exógenas (el papel del Banco Central) difieren radicalmente, sin perder de vista que ambos aspectos están relacionados. La experiencia ha mostrado, bien se trate de Méjico o de los países del Sudeste Asiático, que los inversores institucionales nacionales o extranjeros, fondos de cobertura (*hedge funds*) y fondos más “respetables”, no han dado muestras del menor compromiso “endógeno” con los mercados de estos países y no han tenido la más mínima duda a la hora de retirarse.

---

<sup>67</sup> Aprovechamos para destacar que estos choques sistémicos toman, como en 1997-1998, cuando se produjo el contagio de las crisis financieras de Tailandia, de Indonesia y de otros países de Asia hacia Corea y Japón, el carácter de crisis “totales” en el sentido de englobar en un mismo paquete el hundimiento de la moneda, de la Bolsa y del sistema bancario con un “credit crunch” inmediato y asolador.

<sup>68</sup> Ver mi reflexión sobre el “Poder de las finanzas”, en *L'Année de la régulation*, 2000.

<sup>69</sup> La liquidez, dice Orléan, “reposa sobre el compromiso tácito de la comunidad financiera de tomar a su cargo la totalidad del capital. (...) Los agentes se sienten libres para comprar o vender los títulos sólo porque saben que, finalmente, el mercado absorberá todos los que se emitan (...) Este compromiso general del mercado es muy peculiar, ya que ningún agente particular se siente realmente comprometido, aunque sí que lo están, de forma clara, el conjunto de ellos. Esto es lo que revelan de forma evidente las crisis. Hay crisis, precisamente, porque el mercado rechaza hacer frente a este compromiso”, op. cit. pág. 136

Los años 1999-2001 han aportado la prueba de un segundo mecanismo “perverso” de la jerarquización financiera y bursátil. Tiene que ver con la forma en la que las otras Bolsas, diferentes de la de Nueva York, han manifestado su incapacidad para garantizar la formación “endógena” de compromisos sólidos entre inversores, sobre todo de aquéllos a los que André Orléan denomina “convenciones de interpretación”. Únicamente tales convenciones permitirían bloquear los mecanismos de contagio de las caídas bursátiles. Los participantes en el resto de Bolsas, bien se alinean pura y simplemente con las convenciones americanas, bien se sirven de ellas como fundamento para sus frágiles convenciones propias (que están desprovistas de verdadera autonomía). De este modo, cualquier caída de las cotizaciones en Wall Street provoca inmediatamente caídas en cascada en otros mercados. Su impacto sobre las expectativas y las decisiones de consumo y de inversión en los países donde se producen aumenta aún más el peso de la morosidad en la coyuntura mundial. Al extenderse por contagio a los Estados Unidos, este tipo de fenómenos acaba desencadenando procesos acumulativos. Todas las tensiones derivadas de la mundialización acaban por concentrarse en Estados Unidos, y en primer lugar en Wall Street.

\*\*\*\*\*

El régimen de acumulación financiarizado presenta procesos circulares y acumulativos nuevos en los que se perciben rasgos sistémicos. No es cierto, sin embargo, que este conjunto de elementos nos sitúe frente a un régimen de acumulación viable, dotado de cierta estabilidad y susceptible de arraigar fuera de, o incluso en, los países en los que ese régimen ha surgido. Es posible, incluso probable, que conozca próximamente una crisis cuyo epicentro estará situado en los Estados Unidos. Las consecuencias políticas mundiales serán, sin duda, graves. Si se me permite expresarme un instante en términos regulacionistas, la duda que permanece sin resolver se refiere a la intensidad de los sobresaltos que se necesitarían para que la hipótesis de la “reversibilidad” de la mundialización financiera se concrete y para que se avance hacia la construcción, socialmente controlable, de un régimen de acumulación diferente al régimen dominado por lo financiero.