

EL LEGADO DE LA CRISIS FINANCIERA: EXCESO DE CAPITAL Y EL ESPECTRO DE LA DEPRESIÓN GLOBAL

Miguel Ángel Rivera Ríos¹

Resumen

La economía mundial y en particular Estados Unidos logró librar con relativa rapidez la recesión derivada del estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008. El medio para salir rápidamente del cuadro recesivo ha sido, primeramente, el rescate efectuado por el prestamista de última instancia, la Reserva Federal y seguida de la ampliación continua del crédito y más recientemente de la oferta monetaria. Los estrategas de tal política alegan con razón que de no haber actuado así la recesión habría sido de más larga duración y de efecto profundo. Sin embargo, la superación de la crisis ha sido ilusoria, porque el exceso de capital que la provocó persiste y está generando una tendencia a la deflación. Con la actual política monetaria casi inoperante, se intenta un cambio de estrategia para afrontar el legado de la crisis. Con Yellen en la Reserva Federal, la nueva estrategia se centra en restablecer la normalidad monetaria, lo que implicaría devaluar parte del capital en exceso que circula en el mundo, mediante el alza de las tasas de interés. Siendo los sistemas financieros dependientes del dinero ultra barato, ese paso tendría un potencial desestabilizador, por lo que una precondition es que la economía de Estados Unidos esté en condiciones de recuperarse. Aun si el restablecimiento de la normalidad monetaria no provocara lo que se quiere evitar, o sea otra recesión, la baja histórica del ritmo de crecimiento de la productividad arroja dudas sobre la efectividad de la nueva estrategia. La magnitud de estos desafíos indican que, por prime-

1 Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México. Correo electrónico: mriver@unam.mx

El autor agradece al Programa de Apoyo para la Superación del Personal Académico de la UNAM, la beca recibida para una estancia de investigación, durante marzo-junio de 2015

ra vez desde las 1930, está en entredicho la capacidad del capitalismo de salir incólume de esta grave perturbación.

Palabras clave: Ciclo económico y crisis global, economía internacional, prestamista de última instancia, endeudamiento.

Abstract

The world economy and United States in particular achieved relatively quickly recovery after the bursting of the housing bubble in 2007. The quick way out of recession was the rescue by the lender of last resort, The Federal Reserve and then a continued credit expansion and more recently an expansion in money supply. Policy makers argue rightly that in the absence of such measures recession would have been longer-lasting and widespread globally. However the overcome of the crisis it is an illusion, because the oversupply of capital persists, opening the prospect of deflation. With a current monetary policy almost exhausted a new strategy to confront the crisis is required. With Yellen currently as Federal Reserve Governor, the new strategy focuses on restoring monetary normality, which implies devaluating at least some of excess of the capital circulating around the world, through higher interest rate. As far as financial agents are dependents of ultra cheap money, that step would probably destabilizing financial markets; to counteract such risk the US economy need to be headed to recovery. Even if normal monetary policy is not counterproductive, causing another recession, the historical decline on productivity growth rate casts doubt on the effectiveness of the new strategy. These challenges are so huge that for the first time since the 1930s it is highly unlikely that the capitalism could overcome unscathed this deep perturbation.

Keywords: Business cycle, global crisis, world economy, lender of last resort, indebtedness.

JEL: F59, International Relations and International Political economy

1. Introducción²

Tras el colapso de la bolsa de valores de Nueva York en 2000 debido al crac de la llamada *nueva economía*, los enormes excedentes de capital global se redirigieron al mercado inmobiliario principalmente de Estados Unidos, pero también de países europeos, notablemente Irlanda y España. Grecia no experimentó un boom inmobiliario, sino un enorme endeudamiento público que estaba relacionado con *banqueros a la búsqueda de prestatarios*.

Al detonar el pánico tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008 y manifestar un nuevo crac, la Reserva Federal actuó como prestamista de última instancia y orquestó un rescate de los grandes protagonistas del boom inmobiliario. Ese rescate se complementó con un extenso programa de expansión del crédito que aún continúa. Como consecuencia de estas medidas expansivas, se dio otro auge bursátil en EEUU, más lucrativo que el de 2003-2006, el iniciado en 2009, pero ahora es el alarmante contexto de bajo crecimiento mundial y muy baja inflación, principalmente en países desarrollados.

Lo que queda en evidencia, con la amenaza persistente de deflación y bajo crecimiento económico, es que la crisis, tras el crac inmobiliario, no ha sido realmente superada; las medidas de política que finalmente han prevalecido, o sea, las operaciones de mercado abierto o facilidades cuantitativas, son un medio de ganar tiempo, pero a costa de expandir más y más el capital excedente, inflando las bolsas de valores. En tanto actúen las fuerzas que comprimen las tasas de interés se vive una pseudo recuperación económica.

La nueva jefatura de la FED con Janet Yellen, plantea un cambio de estrategia para abrir el camino a una recuperación efectiva. El eje de la política de Yellen radica en la restauración de la normalidad crediticia, a través de un gradual pero sostenido incremento de las tasas de interés. Para que su política tenga éxito se requiere que ese gradual encareci-

2 Agradezco a la Subdirección de Formación Académica de la Dirección de Asuntos del Personal Académico de la UNAM, por la beca recibida, gracias a la cual se efectuó la presente investigación.

miento del crédito no se contraponga a la incipiente recuperación en EEUU y que el impacto en el sistema financiero no sea desestabilizador.

Las exigencias anteriores son tan formidables que indican que la acumulación de capital ha llegado a un límite histórico, demandarán que el capitalismo decaiga o se transforme a tal grado que pierda su integridad histórica.

El objetivo de este artículo es la relación entre el ciclo global, la crisis financiera y la falsa solución a la crisis de 2008-2009, así como las limitaciones para proponer una solución efectiva, la exposición se compone además de esta introducción de tres apartados. El segundo apartado propone una recuperación didáctica de la teoría del ciclo y la crisis partiendo de Marx e incorporando aportaciones de Minsky y Kindleberger. El tercer apartado comienza situándose en terreno histórico, efectúa un análisis selectivo del ciclo económico que condujo a la hiperglobalización y, posteriormente, a la crisis financiera. El cuarto apartado se ubica en la, hasta ahora, fallida recuperación mundial, presentándola como la consecuencia de la falsa solución a la crisis. Se finaliza con una evaluación de la nueva estrategia de la Reserva Federal, consistente en desmontar paulatinamente las operaciones de mercado abierto, con el fin de restablecer la normalidad crediticia. La hipótesis, señalada previamente, es que la intervención del prestamista de última instancia, al efectuar el gigantesco rescate financiero, cambió la forma de manifestación de la crisis; se postergó la devaluación del exceso de capital y, por ello, se enfrenta un cuadro de bajo crecimiento mundial e inestabilidad financiera. La salida definitiva de la crisis cíclica presenta una exigencia formidable: elevar las tasas de interés y comenzar la devaluación del capital en exceso, lo que provocará una división en las filas de la plutocracia global. El reto no sólo concierne al ciclo, ya que aún resta hacer frente a los severos problemas de crecimiento a largo plazo.

2. Puntualizaciones sobre la teoría del ciclo económico y la crisis

El estallido de la burbuja inmobiliaria en 2007 ha suscitado un gran interés en un tema antes relegado: las crisis económicas, dando lugar a una profusión de libros, artículos y debates. La obra de Marx, pese a ciertas limitaciones, brinda una base teórica firme para comprender lo sucedido.

Para exponer el mecanismo causal de la crisis tal como la concibe Marx, es preciso proponer una ubicación histórica. Los últimos años del siglo XIX marcan una línea divisoria en la constitución y dinámica del ciclo y el crac subsiguiente. Marx había presenciado y ponderado los rasgos embrionarios de ese cambio al subrayar la importancia de la sociedad por acciones, la centralización del capital y el papel creciente del crédito. Consecuentemente, las bases de la acumulación de capital se ampliaron y sus contradicciones perennes tendieron a expresarse de manera novedosa. Marx destacó un aspecto en particular que se presentaba en el umbral del crac: *la crisis de dinero* (1946:95)³. Pese a la enorme expansión del capital verificado durante el ciclo, tarde o temprano se presentaba una aparente falta de “liquidez”, que conducía a una baja violenta y tajante de la acumulación.

Varias décadas después, el desarrollo del crédito y la emisión de acciones junto con la aparición del dinero fiduciario condujeron a una revolución en la circulación del capital, creando la ilusión de una posible solución a la crisis de dinero, con la actuación del prestamista de última instancia. Sin embargo, a la par, el ciclo quedó crecientemente dominado por otra fuerza ambivalente que Marx denominó *capital ficticio*⁴ representado en general por el capital bancario y, específicamente, por

3 “Hace un momento, el ciudadano, llevado de su quimera racionalista y de su embriaguez de prosperidad, proclamaba el dinero como una vacua ilusión. No había más dinero que la mercancía. El grito que ahora resuena de una punta a otra del mercado mundial es: ¡no hay más mercancía que el dinero! Y como el ciervo por agua fresca, su alma brama ahora por dinero, la única riqueza” (Tomo I, sección I, cap. 3, p. 95).

4 Marx, *op. cit.*, Tomo III, cap. XXV.

acciones y bonos, que extendieron el ciclo, pero aumentaron la violencia de las crisis.

Para analizar la aparición del *capital ficticio*, en la Sección V del tomo III de *El Capital*, Marx se ubica, primeramente, en la relación entre el capital industrial o productivo y capital de préstamo. El capital de préstamo es un desdoblamiento del capital industrial, que se independiza y queda en manos de otra categoría de capitalistas. En torno a él se crea el mercado de capitales y surgen organizaciones específicas: los bancos, que comercian con el capital de préstamo a cambio de una participación en la ganancia, provocando una transformación que impacta el proceso cíclico. Marx subraya que los bancos no sólo operan con dinero contante y sonante, sino con compromisos de pago, que respaldan en sus propios activos, dando origen a un enorme volumen de *capital ficticio*. Ese capital bancario se convierte, a su vez, en la forma dominante del crédito. Marx lo denomina ficticio porque no constituye plusvalía capitalizada, ni participa en la producción de plusvalor, aunque conserva el derecho a una parte de ese plusvalor. Marx extiende luego la denominación de ficticio a las acciones y bonos (*op. cit.*, T.III, cap. XXIV y XXV).

El *capital ficticio* potencia la capacidad del capital de auto-expandirse, o sea, de elevar la escala de la acumulación (*op. cit.*, T. I, sección VII, cap. XXIII, ap. 2; T. III, cap. XIV). No obstante, esa fuerza se desborda periódicamente volviéndose contraproducente a sus propios fines; aunque hay una solución temporal a ese desbordamiento (la desvalorización de parte del capital iniciada con el crack), la contradicción es recurrente porque reaparece al cabo de otro ciclo, de modo que se trata también de una tendencia secular (T. III, cap. XIII). Dentro de la conceptualización de Marx la idea de fondo que explica el “desbordamiento” es relativamente simple. La tasa de ganancia está en relación directa al plusvalor y en relación inversa a la potencia del capital (o composición orgánica). Los aumentos subsecuentes del plusvalor requerirán proporcionalmente mayor esfuerzo del lado de la potencia del capital, por lo cual el capital acumulado se vuelve excesivo respecto a la ganancia disponible, impactando negativamente el ritmo de inversión (T. III:

221). Como señala Marx: “el capital es el límite al propio capital” (*op. cit.*, T. III: 248). El papel que juega el *capital ficticio* al exacerbar la sobreacumulación es agudizar la crisis de dinero, que es un rasgo central de las crisis actuales (ver Tomo III, capítulo XXVII; Kindleberger, 1989).

Harvey señala que Marx explora en dos niveles la causación de la crisis en torno al razonamiento anterior; el primer corte o nivel se circunscribe a la producción, en tanto que el segundo unifica producción y circulación⁵ y por ello considera el papel del crédito y del *capital ficticio* (Harvey, 1990, cap. VII y X-ap. 9).

Los estudios recientes sobre la crisis se ubicarían aproximadamente en lo que para Marx sería el *segundo corte*, borrando, con la excepción de Minsky y Kindleberger, la relación central especificada por Marx referente a la sobreacumulación de capital especificada en el primer corte.

En una exposición sumamente dispersa, que abarca los capítulos XXVI a XXXV del Tomo III, Marx expone un esquema del ciclo económico (Harvey, *op. cit.*). Las etapas, muy similares a las que propone Minsky (2008, ver también Kindleberger, *op. cit.*), son estancamiento, recuperación, expansión basada en el crédito, fiebre especulativa y bancarrota (como las nombra Harvey). Nos concentraremos brevemente en las tres últimas. En la expansión detona la emisión de crédito que incentiva la emisión accionaria, cuya cotización se eleva casi inmediatamente. Con la emisión de acciones, la rentabilidad de la corporación queda ligada a lo que ahora se llama, de manera imprecisa, especulación (Se compran títulos con el fin de revenderlos en breve). Entre más intensas sean las fuerzas que animan el ciclo –el despliegue de una nueva tecnología, la apertura de nuevos mercados– mayor será el alza que experimente el capital accionario. Fiebre especulativa: la expansión basada en el crédito genera aumentos de precios, debido al incremento de los medios de circulación, por encima del trabajo social. La situación de los trabajadores mejora en vísperas de la crisis. Los industriales

5 La visión de Marx contenida en el Tomo III de El Capital, de concebir unificada-mente producción y circulación, contrasta con la propuesta teórica de la economía convencional de separar una “economía real” de otra “financiera”, fuente de visiones utópicas sobre el papel del crédito en la acumulación de capital.

buscan desesperadamente nuevas formas para salir de sus dificultades, descubriendo ayuda en el crédito; pueden hacer esto al costo de crear más *capital ficticio*.

La bancarrota detonará por varias causas, como una declaración de insolvencia de un importante deudor, el descubrimiento de un fraude, que hace que se tambalee la confianza en las formas especulativas del capital y estalle la crisis. La tasa de interés sube estratosféricamente. Miles de trabajadores son lanzados y descienden los salarios como parte de una recesión fulminante.

Para completar la exposición es necesario considerar tres cuestiones: la tendencia del crédito a expandirse más allá de los límites prudenciales; la configuración del prestamista de última instancia fundado en el dinero fiduciario, cuya oferta se puede ampliar a voluntad. El tercer punto, y el menos explorado, se refiere a las consecuencias de la acción del prestamista de última instancia al preservar parte, o todo, el *capital ficticio* sobreacumulado mediante la ampliación masiva del crédito. La segunda y tercera cuestión se verán en el apartado 4.

En lo referente a la primera cuestión es necesario incorporar la aportación de Minsky sobre la inestabilidad financiera, ya que es lo que le imprime su sello al ciclo, en tanto establece una conexión entre la inflación del valor accionario y la explosión del crédito. La clave está en el cambio legal, reglamentario y conductual en la gestión del crédito que comenzó en 1970, según explica Minsky.

Milton Friedman no entendió ese cambio porque la estrategia que propuso para erradicar la inestabilidad cíclica, consistente en controlar la oferta monetaria, resultó inoperante. (ver una crítica en Kindleberger, *op. cit.*). Lo que estaba sucediendo es que los medios privados de expansión del crédito, como contrapuestos a los públicos, comenzaron a desplegarse a un nivel inusitado, tras la ruptura del nexo entre la onza troy de oro y el dólar (Duncan, 2012). A la par la autoridad bancaria se replegó a las funciones básicas (como las operaciones de mercado abierto) y sólo ataca la crisis de liquidez cuando es muy tarde (Minsky, *op.cit.*).

Un segundo aspecto del cambio en la gestión monetaria se refiere a la calidad de los pasivos de los bancos, en sí *capital ficticio*, ya que la explosión del crédito se ha hecho con títulos de inferior calidad, los de tipo Ponzi (Minsky, *op cit.* y Minsky, 2010). Los bancos podrán “monetizar” sus pasivos solicitando crédito adicional del banco central. Para agravar las cosas la autoridad bancaria, explica Minsky, centra su preocupación en la magnitud de las reservas bancarias, no en la calidad de las mismas (*Ibid.*). Obviamente cuando aparecen los primeros signos de tensión, los bancos advierten que están saturados de valores de baja calidad, viéndose obligados a declararse insolventes, presionando por su rescate.

3. El ciclo global, 1982-2007: exceso prematuro de capital. De la nueva economía al boom inmobiliario

3.1. La raíz del exceso de capital: declinación tendencial de la formación de capital fijo desde inicio del ciclo global

Un tema recurrente al evaluar en retrospectiva los factores que incidieron en la crisis inmobiliaria es el referido al exceso de ahorro acumulado en cuenta corriente por los grandes exportadores globales, como Alemania y China. Sin embargo, se suele pasar por la otra fuente de los excedentes de capital. Esta fuente se relaciona con la declinación a lo largo de tres décadas de la tasa de formación de capital, o sea, la participación de la inversión en el PIB global. Esa baja alimentó de manera persistente el exceso de capital.

De acuerdo a Mc Kinsey (2010), la inversión global en activos físicos como porcentaje del PIB, pasó de 26,1 % en 1970 a 20,8% en 2000⁶. Como resultado, y manteniendo la tasa correspondiente a 1970, el mundo tuvo, en el periodo de 1980 a 2008, un monto de inversión no realizada de unos 700 mil millones de dólares promedio anuales. El déficit acumulado es por tanto de 20 millones de millones (ver cuadro 1).

6 Lo que viene a continuación en este sub apartado procede de Mc Kinsey, *op. cit.*

Cuadro 1. La inversión global de capital como porcentaje del PIB global

1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2009
26,1	25,0	25,0	23,0	23,8	23,1	20,8	24,0	21,8

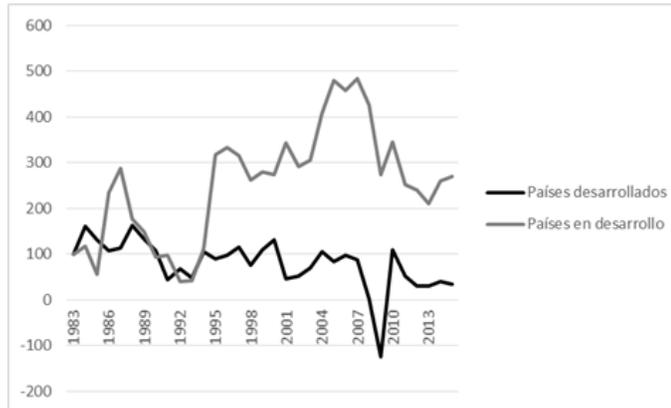
Nota: la inversión se define como formación bruta de capital en activos físicos.

Fuente: Mc Kinsey Global Economic Growth Database, tomado de Mc Kinsey, (2010:10).

Como resultado del aumento en el poder de cómputo y el incremento en la calidad del equipo de capital computarizado, el precio de los bienes de capital ha descendido en comparación con el resto de los bienes y servicios (Mc Kinsey, *op. cit.*). Consecuentemente se ha requerido menos inversión para lograr una expansión determinada en la capacidad productiva (*op. cit.*). Como se dijo previamente, la menor actividad de inversión fue un factor que contribuyó a mantener bajas las tasas de interés. El abaratamiento del crédito, a su vez, incentivó el endeudamiento, la baja en la tasa de ahorro y la apreciación de los títulos en la bolsa de valores.

La suma de los factores mencionados permitió mantener el ritmo moderado de actividad económica iniciada con la década de 1990, superando rápidamente los efectos de la recesión de 2000-2001 (gráfica 1). Pero, como veremos, el impulso fue necesariamente de corta duración.

Gráfica 1. Crecimiento del PIB de países desarrollados y en desarrollo



Nota: 1983 = 100

Fuente: *Fondo Monetario Internacional, Estadísticas financieras internacionales*, varios años.

3.2. El boom tecnológico y sus implicaciones cíclicas

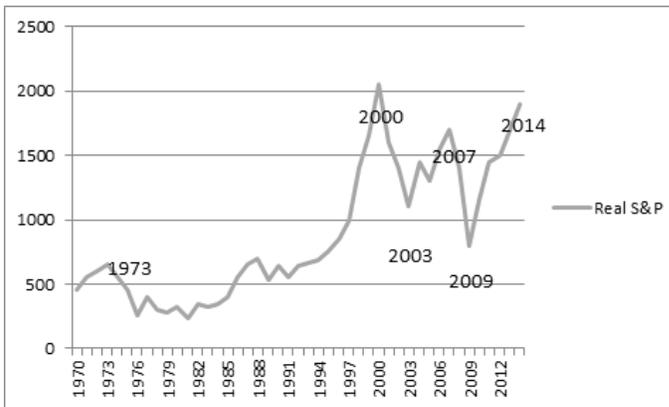
A diferencia de otros autores y siguiendo básicamente a Dumas (2010) y Gamble (2009), consideraremos el periodo comprendido entre inicios de los 1980 y el estallido de la crisis inmobiliaria en 2007, como un ciclo económico unitario, aunque constituido sorprendentemente por dos auges (ver gráfica 1) mediados por un ajuste recesivo drástico⁷. En este ciclo global la crisis de la nueva economía no detiene la transferencia masiva de capacidad de producción de los países industriales, principalmente de EEUU a Asia, con eje en China e India (Ernst, 2010). La sobreproducción persigue al nuevo patrón industrial, a medida que entran a la competencia empresas de numerosas localidades y países y

⁷ Aún está por determinarse si se trata de un nuevo Kondratiev ascendente (de unos 24 años) o un ciclo híbrido impulsado inicialmente por la nueva economía que se sobre-extiende por efecto de la abundancia de capitales.

saturan las industrias con barreras a la entrada bajas e incluso medias (Kaplinski, 2005).

De acuerdo al índice accionario *Standard y Poor* agregado y deflacionado elaborado por Shiller (2015), el mayor ascenso en la historia del capitalismo es el que tiene lugar de julio de 1982 a agosto de 2000; en esos años el mercado accionario subió en términos reales 7,7 veces (Shiller, *op. cit.*), superado al alza de 5,1 veces, que tuvo lugar entre diciembre de 1920 y septiembre de 1929 (*op. cit.*). Después, siguió el auge inmobiliario de 2003 a 2007, modesto en comparación con los dos anteriores, pues el aumento del índice accionario fue de 1,5 veces y el de 2009-2014 de 2,3 veces (*Ibid.*). Ver gráfica 2.

Gráfica 2: Índice *Standard y Poor* de la bolsa de valores en Estados Unidos



Nota: índice real compuesto.

Fuente: Tomado de Shiller (2015) que utilizó las estadísticas S&P, datos del US Bureau of Census.

El boom que se dio en el 2000 representa la maximización del valor accionario derivado de la revolución tecnológica o *nueva economía* y

culmina con el pánico provocado por el crac de las telecomunicaciones: internet y las *dot com* (*The Economist*, 2000; Stiglitz, 2004)⁸.

De acuerdo a Gordon (2015) en 1990 tuvo lugar un rebrote de la productividad en Estados Unidos que expresa lo que se conoce como transformación global, asociada a la tecnología digital y de redes; pero entrada la década del 2000 aparecieron tendencias decrecientes que limitaban la posibilidad de otro auge tecnológico; así, se impuso la necesidad de abrir una nueva fuente de apreciación de los valores accionarios, apoyada en la ultra expansión del crédito; esa fuente estuvo constituida por el mercado inmobiliario.

La expansión del crédito significó un aumento explosivo de *capital ficticio*, principalmente mediante la circulación de dinero bancario al que hace referencia Minsky; los medios facilitadores fueron la reducción y posterior desaparición del encaje legal a través de las disposiciones de Basilea I (1988) y II (2004), más la abrogación de la ley Glass Steagall en 1999. A su vez, las innovaciones financieras creadas durante el ciclo global como los títulos respaldados por hipotecas y los Collateralized Debt Obligation (CDOs) fueron un medio para multiplicar el *capital ficticio*, originando el fenómeno conocido como financiarización⁹.

-
- 8 El boom tecnológico se nutrió obviamente del capital excedente, pero a la vez el crac del 2000 que sólo constituye un “correctivo” parcial de la euforia accionaria. De acuerdo a los datos de Shiller (*op. cit.*), a lo sumo el índice accionario general se devaluó cerca de un 60%; *The Economist* insiste en el mismo punto subrayando la recuperación acelerada del NASDAQ y la cotización todavía muy alta de varias *start-up* (ver *The Economist, op. cit.*). Parte de esa riqueza se vertió a los títulos de deuda hipotecaria.
- 9 En la bibliografía actual se entiende por financiarización la hipertrofia del sector financiero y su gama de repercusiones en la llamada “economía real”. Uno de los exponentes más conocidos de la hipertrofia o perturbación financiera es Jan Toporowski. Su argumento central, diferente al que aquí se sostiene, es que hay una incompatibilidad entre la expansión del crédito y la estabilidad del sector no financiero (ver 2005). Más acorde al planteamiento efectuado aquí es el de Chesnais (2014); este autor considera que el eje de la financiarización es el crecimiento explosivo del capital ficticio, que promueve la expansión de la acumulación, pero luego contribuye a que se desborde.
-

3.3. El boom inmobiliario como la culminación del ciclo de la globalización¹⁰

El boom inmobiliario, aunque tuvo su epicentro en EEUU, también se extendió a la Unión Europea, siendo similar el patrón de respuesta. Al igual que en EEUU, ante la amenaza de quiebra de los bancos se efectuó un multimillonario rescate. En el caso español el rescate estuvo representado principalmente por el préstamo de 125 mil millones de euros a mediados de 2012 (*The Economist*, 2012); a ese préstamo siguió, al igual que en EEUU, un severo programa de austeridad que recayó sobre el grueso de la población, la cual ha sobrellevado el costo de la recapitalización bancaria (mayores impuestos, recortes del gasto, etc.).

Señalamos que después del crac tecnológico en 2000 el capital excedente se canalizó al sector inmobiliario. Como consecuencia de lo anterior, la emisión de deuda hipotecaria experimentó un repunte, pasando en EEUU de un promedio anual de 500 mil de millones de dólares a unos 3000 mil millones anuales poco antes del crac (Roubini y Minh, 2011). El endeudamiento entre las familias siguió básicamente la misma tendencia; de representar el 50% del PIB en EEUU, llegó a cerca de 80% del PIB hacia 2004 (Dumas, *op. cit.*). Un patrón similar de endeudamiento lo siguieron las entidades financieras (Dumas, *op. cit.*).

El endeudamiento de gobierno y empresas no financieras presenta algunas diferencias (FMI, 2012). Finalizada la década de 1990 el gobierno comenzó el des-endeudamiento, en tanto que las corporaciones no financieras disminuyeron su ritmo de endeudamiento (*op. cit.*). De hecho, las grandes corporaciones empezaron a amasar considerables excedentes desde fines de los 1990, siendo éste el eje de lo explicado en el apartado anterior.

10 El objetivo de este sub apartado es ubicar el boom y la debacle inmobiliaria como momento culminante del ciclo global y así pasar al argumento medular; no se busca un análisis detallado en torno a agentes y los novedosos instrumentos financieros, en la casi comedia de enredos de los años de euforia. Para lo anterior se recomienda ver, entre la enorme bibliografía: Roubini y Mihm (*op. cit.*), Keely y Love (2011), McLean y Nocera (2010), Duncan (*op. cit.*) y Morris (2008).

En EEUU diversas disposiciones alentaban la propiedad de una vivienda como un derecho fundamental de las familias, tras un acuerdo que justificó subsidiar las hipotecas bajo el esquema Fannie Mae y Freddie Mac¹¹. Su función consistió en comprar las hipotecas de alto riesgo y asegurar las restantes contra un posible incumplimiento, lo que implicó abaratar el acceso a la vivienda, pero desafortunadamente también abatir a la larga los estándares crediticios. El índice de propiedad de vivienda pasó de 55% en 1940 a 67% en 2000 y 69% en 2004 (Shiller, 2008).

En este contexto, los *money managers*, como los llama Minsky (Minsky y Whalen, 1996), adquirieron, gracias a la desregulación, los atributos de bancos, pero expuestos a riesgos sustanciales; parte de esos nuevos riesgos se explican por la naturaleza de los nuevos títulos que se lanzaron al mercado; se trata de valores altamente ilíquidos, cuyo valor es meramente atribuido y no podían ser objeto de compraventa en amplia escala (Roubini y Mihm, *op. cit.*).

Cuando se resquebró la confianza, al comenzar a declinar los precios de las viviendas desde fines de 2005 a inicios de 2006, los Hedge Funds (HF), como eje de la banca sombra, estaban imposibilitados de cubrir los elevados préstamos que habían recibido, a la par que sus activos, los CDO se depreciaban. El problema fue que muchos de esos fondos eran extensiones de los, hasta ese momento, respetables bancos de inversión, como Bear Sterns (Roubini y Mihm, *op. cit.*). Aunque esos centenares de fondos desaparecieron no significa que hubieran perdido todo su valor. Esos títulos, pasaron a las entidades matrices, que eran bancos de inversión, bancos comerciales o entidades mixtas como Fannie Mae y Freddie Mac.

En 2009 empezó a verse una recuperación del precio de las viviendas, lo que marca una importante diferencia con el caso japonés. En

11 Lo expuesto en este párrafo procede del excelente análisis de Acharya, Richardson, Nieuwerburgh y White, 2011. Los autores dejan claro que se trata de un caso extremo de populismo e irresponsabilidad pública que los sucesivos presidentes pasan unos a otros como bomba de tiempo.

ese país, la abrupta restricción del crédito abatió el precio de los bienes raíces en general, de modo que las hipotecas en poder de los bancos se devaluaron, pero persistieron en los balances de esas entidades (Kindleberger y Aliber, 2012:171). Al suceder de esa manera toda la economía se convirtió en insolvente, incapacitada prácticamente para crecer a lo largo de más de una década y, más aún, incapacitada para responder al posterior estímulo fiscal.

4. La inconclusa solución a la crisis inmobiliaria, la persistencia del exceso de capital y el peligro de deflación

4.1. El mundo inundado en capital: tendencia y estimaciones actuales

La especificidad histórica del ciclo global iniciado con 1980, radica, como se explicó, en la prematura y creciente sobreacumulación de capital. El exceso de capital ha tenido varias fuentes; la fuente básica fue el referido descenso de las tasas de formación bruta de capital; la privatización ha jugado un papel sustancial, al igual que la apreciación de los valores accionarios (Piketty, 2015). Aunque la capacidad de extraer plusvalor disminuía en términos relativos, se compensaba ampliamente por medio de los mecanismos asociados a la gestión del *capital ficticio*, pero requiriendo continua inyección de crédito al sistema, crecientemente por medios Ponzi. Además, al sobrevenir el crac, los tenedores del capital ficticio, a punto de sufrir devaluación pugnarían por el rescate, como sucedió a partir de 2008.

Conviene ahora presentar una estimación del capital del monto de capital disponible en el mundo, utilizando la separación convencional entre activos financieros y acervos productivos. Esos datos provienen de un estudio de Bain & Company (2012). La fuente citada no define explícitamente el concepto de “capital”, sino sus componentes:

- a) Total de activos financieros acumulados, de los cuales la mayor parte está en posesión directa de personas y entidades:

- b) Activos tangibles e intangibles usados directamente en la producción de bienes y servicios.

Esa desagregación difiere en ciertos aspectos de la que brinda Piketty (2015). En el capítulo 1 de su libro se pregunta ¿Qué es capital? lo define como “total de activos no humanos objeto de propiedad y que se pueden intercambiar en el mercado, o sea, tienen valor económico (ello excluye los recursos naturales no explotados)”. Los componentes son:

- a) Activos financieros,
- b) Activos productivos, tangibles (plantas, maquinaria, infraestructura) e intangibles (patentes)
- c) Bienes inmuebles, incluyendo propiedades residenciales habitadas por sus dueños como vivienda.

La diferencia con la clasificación de Bain radica en el inciso c), ya que la norma es excluir del concepto de capital los inmuebles que no se usan productivamente. Pero a la vez Piketty posiblemente sub estimó la capitalización del mercado de valores, que cifra en 12-15 veces los beneficios anuales de la empresa a una tasa histórica de 6%. También la inclusión de China y la India (que no hizo Piketty) eleva las estimaciones, porque ambos países han experimentado crecimientos acelerados en sus mercados de valores en la última década.

En todo caso, los datos de ambas fuentes se aproximan sustancialmente. Bain calculó que la relación entre capital financiero y el PIB es de 10:1; Piketty calculó el cociente capital/ingreso nacional para Gran Bretaña y Francia cercano a 7:1 en 2010, pero es mayor si se usara, señaló, el ingreso disponible en lugar del nacional (*op. cit.*).

De acuerdo a Bain (*op. cit.*) el capital global representado por activos financieros se expandió hasta alcanzar la estratosférica suma de 600 millones de millones de dólares para 2010. Esa colosal suma representa el capital ubicado en la circulación, invertido en bonos, acciones y otros valores, es decir en *capital ficticio*. La mayor parte de ese capital está en constante movimiento, como subraya Bain & Co. (*op. cit.*), con el fin de obtener mayores rendimientos o simplemente evitar su devaluación.

El principal componente de esa superabundancia de capital son acciones sobrevaluadas de diversas de compañías, cuyo precio se han elevado estratosféricamente por efecto de la sobreabundancia de capital y la concomitante baja de las tasas de interés. Se ha creado así un círculo vicioso: el exceso de capital que comenzó a acumularse desde el inicio del ciclo global, contribuye a elevar la cotización accionaria, haciendo empequeñecer los rendimientos empresariales y en esa medida desviando el capital hacia el mercado accionario (recordemos *que el capital es el límite al propio capital*). De acuerdo a Shiller los ingresos reales de las corporaciones listadas en el *Standard y Poor* ha mantenido un valor real estable desde fines de los 1970 (ver 2015, principalmente gráfica 1.1), lo que contrasta con el comportamiento del valor accionario. En función de lo anterior, tendría que desactivarse el mecanismo que conduce al exceso del valor accionario para reorientar el capital a la actividad productiva. Parte de ese proceso correctivo depende de la política monetaria; otra parte depende del impulso que brinde la tecnología. Nos referiremos a continuación al primer punto.

4.2. El rescata ampliado y la amenazada deflacionaria

La gigantesca operación de rescate que brindó la Reserva Federal para evitar la debacle de bancos y corporaciones, aunque permitió sortear la depresión, contribuyó a ampliar la plétora de capital hasta llegar a la magnitud que indican las estimaciones citadas en el apartado previo. Por lo anterior nos encontramos ante una insuficiente o incluso falsa solución de la crisis financiera y, por esto mismo, en la persistencia de un cuadro de bajo crecimiento global acompañado de una amenaza deflacionaria, constituyendo éste último el principal síntoma de una recesión reprimida.

A partir de 2009-2010 se inició una nueva etapa en la operación de rescate. La Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón realizaban casi simultáneamente medidas similares de ampliación del crédito para contrarrestar los efectos post-crisis, especialmente la preocupante baja de la tasa de inflación. Para 2011 estaban homologadas las acciones de la autoridad bancaria en EEUU, en la UE y

Japón en torno a las Facilidades Ampliadas (FA), es decir, operaciones de mercado abierto para ampliar la liquidez en las mencionadas economías. Las FA, a diferencia de las operaciones de apoyo a los bancos que predominaron en Europa y Japón entre 2008-2010, estaban dirigidas a toda la economía, poniendo en evidencia la magnitud de la amenaza provocada por el lento crecimiento y el espectro de la deflación.

El peligro de la deflación, o sea, una depresión profunda, se había reconocido antes del estallido de la crisis inmobiliaria. En un discurso pronunciado en 2002, a un año del estallido de la burbuja tecnológica, Bernake en su calidad de presidente de la FED habló sobre el peligro de la deflación en EEUU¹². Estimó que ese peligro era extremadamente bajo, pero que como lo indicaba la experiencia japonesa, la deflación puede aparecer de manera sorpresiva. Significativamente Bernake razonó que, si la deflación apareciera en un contexto de tasas de interés cercanas a cero, hay poderosas razones para pensar que la política monetaria perdería efectividad. En su opinión, en ese escenario, aún habría margen para emplear la política monetaria, pero la clave estaría en usar la forma extrema de política fiscal, consistente en emitir masivamente dinero, con el fin expreso de depreciarlo frente al stock de bienes y servicios. Una pre condición para emplear los recursos monetarios y fiscales, añadió, es garantizar la integridad del sistema financiero.

Si eso fallará, agregó Bernanke, la preocupante experiencia japonesa contra la deflación indica que serían necesarios grandes sacrificios sociales, ya que se producirían bancarrotas y desempleo en gran escala.

Como se advierte, el entonces presidente de la FED estaba delineando la respuesta de la FED a una nueva crisis financiera, apoyándose, aunque con cierta renuencia, en las operaciones de mercado abierto. Las medidas que se anunciaron en el discurso de 2002 se pusieron en práctica: el rescate de los bancos de inversión y las otras entidades financieras; también se utilizó, aún en la actualidad, la política monetaria de manera agresiva, para evitar el colapso de la demanda agregada.

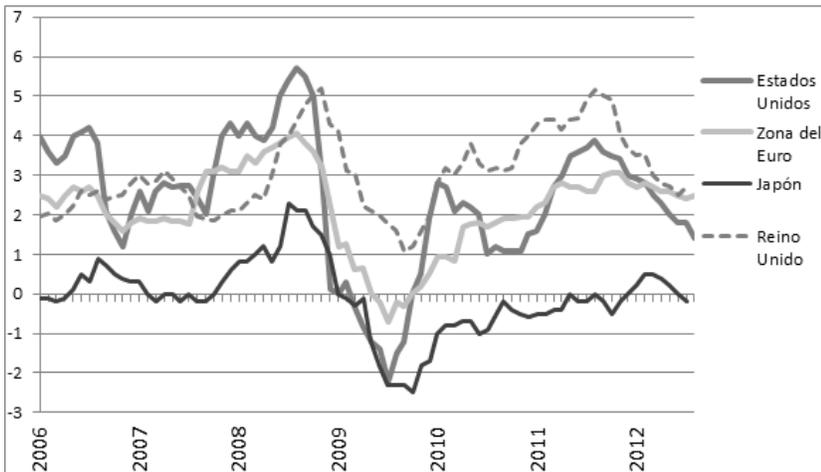
12 Se trató del discurso ante el National Economist Club de Washington, D.C., del 21 de noviembre. Se tomó de Mason (2015, cap. 1, infra 23).

Los dos problemas que quedaban sin respuesta tras la actuación de la FED bajo la conducción de Bernanke, eran básicamente dos: a) la expansión del crédito contribuiría a la sobrevaluación adicional de los activos financieros, creando inestabilidad y dificultando la recuperación; b) las bajas tasas de interés alentarían más endeudamiento o harían más lento el desendeudamiento y c) dado el impacto de la política de ampliación del crédito en los circuitos financieros, tendría que adoptarse una política diferente a la practicada bajo la dirección de Bernake.

Bernanke fue relevado por Yellen, anunciando con ese cambio una nueva política. Necesariamente esa política tendría que restablecer la normalidad en el sistema crediticio ¿Cuál sería ese momento y que hacer a continuación?

Para avanzar en una respuesta habría que considerar el alcance de las adquisiciones de bonos del Tesoro o FA y correlacionarlas con el comportamiento de la tasa de inflación anual (gráfica 3).

Gráfica 3: Inflación anual en Estados Unidos, Unión Europea, Reino Unido y Japón



Fuente: Fawley y Neely, 2013.

De acuerdo a Falwey y Neely (*op. cit.*), el programa de FA ha escalado tres etapas; la primera empezó en marzo de 2009, respondiendo al

colapso de la tasa de inflación sucedido entre fines de 2008 y 2009; la adquisición de Bonos del Tesoro fue por 300 millones de millones de dólares. La segunda fase se inició en noviembre de 2010 con la compra de 600 millones de millones de dólares en Bonos del Tesoro; con esta ampliación del programa la FED esperaba consolidar el elevamiento de la inflación. Pero a mediados de 2011 hubo otro recrudecimiento que obligó a mantener el programa, primero con una adquisición mensual de bonos, a partir de septiembre de 2012 por 40 millones de millones mensuales, incrementado a 45 millones de millones a partir de diciembre de ese mismo año; las adquisiciones se mantuvieron a ese nivel hasta fines de 2015.

Para fines de 2012 la RF había comprado 1 567 millones de millones de bonos gubernamentales a largo plazo (Fawley y Neely, *op. cit.*). El programa continuó en 2013-2015 por un monto de 45 mil millones mensuales (*op. cit.*).

La comparación entre el programa y los datos inflacionarios pone en evidencia tres hechos: a) el objetivo de fondo del programa de FA era evitar que apareciera la deflación, actuando conforme lo requiriera la baja del ritmo de la inflación; b) de no haber actuado, el mundo se habría visto arrastrado a una espiral deflacionaria; c) se estaba ganando tiempo, al extender el crédito pues se atacaba el síntoma y no la causa.

4.3. Yellen y el intento de normalizar el sistema crediticio

Desde el 1 de febrero de 2014 Yellen sustituyó a Bernanke como presidenta de la FED. Su nombramiento indicaba por sí sólo un intento de cambiar de estrategia, ya que al igual que Robert J. Shiller (con quien tiene una larga amistad) ha sostenido una visión heterodoxa del papel de las finanzas en el desempeño económico¹³. Ambos habían formulado advertencias, desde 2004, de indicios alarmantes en el mercado inmobiliario.

Sin embargo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la FED está dividido; por una parte está el grupo encabezado por Yellen;

¹³ Esa filosofía general sobre un nuevo papel de las finanzas se expone en el libro de Shiller, *Finance and the Good Society*, 2012, ver especialmente la Introducción.

el otro grupo, uno de cuyos prominentes miembros, Jerome Powell, han recibido el calificativo de “centrista” por el *Financial Times* (7 de agosto de 2016), se opone a la normalización monetaria. El acuerdo al que han llegado ambas facciones es actuar conforme al diagnóstico del avance de una eventual recuperación, primordialmente lo que indique el mercado laboral. Un primer éxito del grupo de Yellen fue el aumento de las tasas en diciembre de 2015, quedando la *benchmark* en el rango de 0,25-0,5%. Sin embargo, le siguió un revés porque la adición de nuevos puestos de trabajo comenzó a ser errática. Por lo anterior se postergó el segundo incremento de las tasas de interés y se mantuvo la escala de las operaciones de mercado abierto.

Como se señaló previamente la propuesta de Yellen consiste en desactivar el círculo vicioso que mantiene la presión adversa del capital en exceso sobre los rendimientos corporativos, lo que implicará un correctivo severo a la bolsa de valores¹⁴. No deben subestimarse los riesgos de tal estrategia. Ante todo, para tener éxito, debió comenzar la recuperación, al menos en EEUU, y segundo, el correctivo a las tasas de interés puede, a la larga, tener efectos contraproducentes en el ritmo de la actividad económica. Otra cuestión crucial es la oposición de los *rentistas* a la depreciación de la bolsa de valores, lo que tiene eco en las declaraciones al *Financial Times* de Powell. Ese prominente miembro de la Junta de Gobernadores de la FED declaró que la economía de EEUU ha quedado atrapada en un largo periodo de bajo crecimiento, por lo que requiere postergar las medidas correctivas. Finalmente, hay que tener presente que no todo depende de la política monetaria, ni de la política fiscal; cabe agregar que lo decisivo es la tendencia a largo plazo de la productividad.

Las declaraciones de Nauphal (2016) sintetizan el dilema de los estrategas y en cierto modo el significado de la crisis prolongada: “estamos ante el fin de una era y del intento de pasar a otra. El pasaje está dictado por la inoperancia a una variedad de instituciones e instrumen-

14 La lógica del restablecimiento de la normalidad crediticia puede anunciarse de manera simple: el encarecimiento del crédito obligará a pagar deudas liquidando a precios decrecientes títulos financieros.

tos que funcionaron por mucho tiempo de manera más o menos previsible, pero han dejado de ser funcionales”. En el fondo no sólo se trata meramente de la transferencia de riqueza, sino de la legitimidad de los instrumentos para producirla y preservarla.

Ponderando las restricciones que pesan sobre la acumulación y valorización de capital, así como las serias limitaciones instrumentales e institucionales con los que el capitalismo hace frente a sus crisis más severas, sugieren que el fin de la era a la que se refiere Nauphal, es la capitalista. Una solución duradera a la problemática actual es incompatible con la integridad histórica del capitalismo. Lo que a la larga subsistirá será, inevitablemente, algo muy diferente a lo que hemos conocido.

Conclusión

Tras el extendido rescate financiero la economía mundial atraviesa por un período crítico, caracterizado por bajo crecimiento económico, situación que se extiende a cerca de una década. En estos años la tasa de inflación ha mostrado tendencia a declinar, poniendo de manifiesto el peligro de una espiral deflacionaria. La política de ampliación del crédito desde 2011 se convirtió en una estrategia coordinada a nivel global de abatimiento de las tasas de interés, mediante operaciones de mercado abierto de mayor escala. Esa intervención tuvo el contra-efecto de generar graves distorsiones en los mercados financieros, que se encuentran inundados de capital excedente.

El problema que subyace es una recesión global reprimida de la cual sólo se atacan sus síntomas, como la tendencia a la deflación. La economía global, con EEUU a la cabeza, estaba a punto de derrumbarse tras los excesos financieros de los años 2000, pero el prestamista de última instancia evitó la debacle inmediata, aunque sólo cambió la forma de manifestación de la crisis. De un estallido abierto se dio paso a una situación de estancamiento prolongado y una tendencia a la deflación. Ambos expresan el exceso de capital, producto no sólo del auge reciente sino de un proceso gestado a lo largo de varias décadas.

Ante la pérdida de efectividad de las operaciones de mercado abierto aumentó la presión por una nueva estrategia que, finalmente, ganó espacio con el nombramiento de Janet Yellen como presidenta de la FED. Lo que pretende la nueva dirigencia de la Reserva Federal es normalizar la situación del sistema crediticio; se habla de normalizar porque es una anomalía que el uso del capital tenga un costo imputado cercano a cero. Pero las acciones de normalización provocarán en lo inmediato una depreciación de parte del capital ficticio sobreacumulado.

Lo anterior ayudaría a explicar la conflictividad generada por la estrategia de normalización. En la medida que casi toda la economía está financiarizada, es decir, depende del uso habitual de instrumentos de crédito, hay endeudamiento en gran escala y los títulos son un resguardo universal de valor, el elevamiento de las tasas de interés tendría un impacto generalizado. Sin embargo, cabe suponer que el impacto será superior en los estamentos que tienen la mayor parte de su riqueza en títulos, a los que Veblen llamó la clase ociosa. Tales estamentos están representados por los *money managers*, que adquirieron una enorme influencia durante la desregulación financiera y cabe suponer que se opondrán a la normalización, como aparentemente ya ha sucedido.

Por otra parte, el elevamiento de las tasas de interés sólo sería viable si la economía mundial o al menos la de EEUU estuvieran encaminadas a la recuperación. Este es un punto difícil de evaluar y sujeto a controversia, pero se tiende a aceptar que ante la desaceleración de la productividad el crecimiento potencial de las economías ha mermado. Una posible salida es una nueva revolución tecnológica que provocaría una devaluación del “viejo” capital creando otra fuente de valorización, esto rompería el *impasse* actual. Sin embargo, pese a que están presentes ciertos precursores de un cambio tecnológico radical, los efectos que buscan los capitalistas requerirían al menos una década, aun en el contexto más favorable. Entretanto el capitalismo enfrenta un cuestionamiento cada vez más amplio que tiende a limitar el margen de maniobra y propicia la apertura de brotes insospechados de conflictividad social. Inevitablemente el corolario es que el capitalismo tendrá que

usar a la larga medios extremos para sobrevivir; de hacerlo, transformará lo que hemos conocido en algo diferente.

Bibliografía

- Acharya, V., M. Richardson, S. V. Nieuwerburgh y L. White, *Guaranteed to Fall. Fannie Mae, Freddie Mac and the Mortgage Finance*, Princeton University Press, Princeton, 2011.
- Bain and Company, *A World Awash in Money. Capital Trends Through 2020*, Nueva York, 2012.
- Chesnais, Francois, “Fictitious Capital in the Context of Global Over-Accumulation and Changing Economic Power Relationships”, en Riccardo Bellofiore y Giovanna Vertola (eds.), *The Great Recession and the Contradictions of Contemporary Capitalism*, Edward Elgar, Cheltenham, 2014.
- Dumas, C., *Globalisation Fractures. How Major Nations' Interests are Now in Conflict*, Profile Books, Londres, 2010.
- Duncan, R., *The New Depression: The Breakdown of the Paper Money Economy*, Willey & Sons, Singapur, 2012.
- Ernst, D., “Innovación offshoring en Asia: causas de fondo de su ascenso e implicaciones de política”, en M. A. Pozas, et. al. (coords.), *Redes globales de producción, rentas económicas y estrategias de desarrollo: la situación de América Latina*, El Colegio de México, México, 2010.
- Fawley, B., y C. Neely, “Four Stories of Quantitative Easing”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95, (1), febrero, 2013, pp. 51-88.
- Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional. Estadísticas Financieras Internacionales, Washington D. C., 2012.
- Gamble, W., *The Spectre at the Feast. Capitalist Crisis and the Politics of Recession*, Palgrave, Londres, 2009.

- Gordon, R., *The Rise and Fall of American Growth. The US Standard of Living Since the Civil War*, Princeton University Press, Princeton, 2015.
- Harvey, D., *Los límites del capitalismo y la teoría marxista*, FCE, México, 1990.
- Kaplinsky, R., *Globalization, Poverty and Inequality*, Polity Press, Cambridge, 2005.
- Keeley, B., y P. Love, *De la crisis a la recuperación*, OCDE-UNAM, México, 2011.
- Kindleberger, C., *Manías, Pánicos y Cracs. Historia de las crisis financieras*, Editorial Ariel, Barcelona, 1989.
- Kindleberger, C., y R. Z. Aliber, *Manías, Pánicos y Cracs*, Ariel Economía, Barcelona, 2012.
- McKinsey Global Institute, *Farewell to Cheap Capital? The Implications of Long-term Shifts in Global Investment and Saving*, diciembre, 2010.
- Minsky, H. P., “The Financial Instability Hypothesis: Capital Processes and the Behavior of the Economy”, en C. P. Kindleberger y J-P Laffargue (eds.), *Financial Crisis: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.
- Minsky, Hyman P., *Stabilizing as Unstable Economy*, Mc Graw Hill, Nueva York, 2008.
- Minsky, Hyman y Charles Whalen, “Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism,” *Levy Economics Institute*, WP, no. 165, mayo, 1996.
- Morris, C., *The Two Trillion Meltdown*, Public Affairs, Nueva York, 2008.
- Mason, P., *Postcapitalism. A Guide to our Future*, Farrar, Straus and Giroux, Nueva York, 2015.
- Marx, C., *El Capital*, tomo I y III, FCE, México, 1946.

- McLean, B., y J. Nocera, *All the Devils are Here. The Hidden History of the Financial Crisis*, Portfolio Pinguin, Londres, 2011.
- Nauphal, A., “A New Monetary Order Will Only Emerge from the New Crisis”, *Financial Times*, 30 de mayo, 2016.
- Roubini, Nouriel, y Stephen Minh, Crisis Economics. *A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Books, Nueva York, 2011.
- Piketty, T., *El capital en el siglo XXI*, FCE, México, 2015.
- Shiller, R., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, 2015.
- _____, *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, Princeton, 2012.
- _____, *The Subprime Solution. How Today Global Financial Crisis Happened and What to Do About it*, Princeton University Press, Princeton, 2008.
- Stiglitz, J., *Los felices 90. La semilla de la destrucción*, Taurus, México, 2004.
- The Economist, “The Spanish Bail-Out. Going Extra Time”, 16 de Agosto, 2012.
- _____, “After the Gold Rush. Have the Markets Really Punctured the dot.com Bubble?”, 20 de abril, 2000.
- Toporowski, Jan, *Theories of Financial Disturbance: an Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smitr to the Present Day*, Edward Elgar, Aldershot, 2005.

