

NEW LEFT REVIEW 138

SEGUNDA ÉPOCA

ENERO-FEBRERO 2023

ARTÍCULOS

| | | |
|---------------------------------|---|----|
| DYLAN RILEY & ROBERT BRENNER | Siete tesis sobre la política estadounidense | 7 |
| VOLODYMYR ISHCHENKO | ¿Voces ucranianas? | 33 |
| CÉDRIC DURAND | El fin de la hegemonía financiera | 45 |
| PHILIP CUNLIFFE | Los significados del Brexit | 65 |
| CHRISTOPHER BICKERTON | Pensando como un Estado-miembro | 75 |
| THOMAS MEANEY | Las fortunas del <i>Green New Deal</i> | 89 |

ENTREVISTA

| | | |
|---------------------------|-----------------------------------|-----|
| TARIQ ALI & ERNEST MANDEL | En el centenario de Ernest Mandel | 117 |
|---------------------------|-----------------------------------|-----|

ARTÍCULOS

| | | |
|---|---------------------------|-----|
| CAITLÍN DOHERTY | Entre el ego y la libido | 125 |
| EKAITZ CANCELA & PEDRO M. REY-ARAÚJO | El experimento de Podemos | 141 |

CRÍTICA

| | | |
|-------------------|---------------------------------|-----|
| SUSAN WATKINS | ¿El imperio de los hechos? | 167 |
| MICHAEL CRAMER | Viento del Este | 179 |
| HARRIET FRIEDMANN | Los futuros de la agroganadería | 189 |

WWW.NEWLEFTREVIEW.ES

© New Left Review Ltd., 2000

Licencia Creative Commons

Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional (CC BY-NC-ND 4.0)



SUSCRÍBETE

ts
traficantes de sueños



CÉDRIC DURAND

¿EL FIN DE LA HEGEMONÍA FINANCIERA?

DETRÁS DE LAS cifras de inflación general, superiores al 8 por 100 en Estados Unidos en el tercer trimestre de 2022 y al 11 por 100 en la Unión Europea, hay signos inequívocos de que está tomando forma un nuevo régimen macroeconómico. El incremento de los precios indica un llamativo contraste con las tendencias deflacionistas que siguieron a la crisis financiera de 2008 o a la denominada Gran Moderación de la larga década de 1990. A medida que las subidas de precios se aceleraban durante 2022, el campo de quienes defendían una posición más indulgente respecto a la gestión de la inflación por considerarla un fenómeno transitorio perdió terreno. En abril, el Bank of International Settlements (BIS) tomó nota de ello, advirtiendo sobre los impactos de las subidas de precios intersectoriales y de las consecuencias de los impactos de los precios sobre los salarios, señalando que los factores estructurales que habían mantenido baja la inflación podrían estar desvaneciéndose de la mano del retroceso de la globalización. El director general del BIS anunció un giro de la políticas necesarias ante esta nueva situación:

El ajuste a tipos de interés más elevados no será fácil [...]. Los hogares, las empresas, los mercados financieros y los Estados se han acostumbrado demasiado a unos tipos de interés bajos y a unas condiciones financieras acomodaticias, lo que también se refleja en unos niveles históricamente altos de deuda privada y pública [...]. El cambio necesario en el comportamiento de los bancos centrales tampoco será popular, pero ellos ya han pasado antes por esta situación. Son plenamente conscientes de que los costes a corto plazo en términos de actividad y empleo son el precio que debe pagarse para evitar costes mayores en el futuro.

Y tales costes representan una inversión en la preciosa credibilidad de los bancos centrales, que produce beneficios incluso a más largo plazo¹.

Desde entonces, sus colegas de la Fed, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra han prometido continuar con las subidas de tipos, al tiempo que anticipan un mayor desempleo como resultado del cambio mundial hacia este régimen monetario más estricto². Y aquí estamos. En sus «perspectivas económicas» para 2023, el FMI ofreció un pronóstico sombrío:

La desaceleración de 2023 será generalizada y los países que representan alrededor de un tercio de la economía mundial se contraerán este año o el próximo. Las tres mayores economías, Estados Unidos, China y la Eurozona, seguirán estancadas. En conjunto, las perturbaciones de este año reabrirán heridas económicas, que solo habían cicatrizado parcialmente tras la pandemia. En resumen, lo peor está por llegar y, para muchos, 2023 parecerá una recesión³.

El sector financiero se ha resistido a tal escenario, mostrándose cada vez más nervioso por su propia estabilidad ante esta postura monetaria dura. En octubre de 2022, Robin Brooks, economista jefe del Institute of International Finance –la asociación mundial de la industria financiera– señaló a su regreso de una reunión del FMI y el Banco Mundial, que no había habido consenso sobre la política monetaria: la mayoría de los responsables políticos querían seguir subiendo agresivamente los tipos de interés, mientras que la mayoría de los actores del mercado querían que los bancos centrales suavizaran el ritmo. «Cuando conduzco con niebla, reduzco la velocidad», tuiteó Brooks. «Existe una gran incertidumbre global. ¡Reduzcamos la velocidad!». El mismo día Macron se sumó al llamamiento y efectuó un ataque sin ambages contra el BCE, expresando su preocupación ante los responsables de la política monetaria europea para que «expliquen por qué debemos hacer naufragar la demanda europea para contener mejor la inflación»⁴.

¹ Agustín Carstens, «The Return of Inflation», BIS, 5 de abril de 2022.

² Howard Schneider y Ann Saphir, «Fed Delivers Another Big Rate Hike; Powell Vows to “Keep at It”», Reuters, 22 de septiembre de 2022.

³ Pierre-Olivier Gourinchas, «Policymakers Need Steady Hand as Storm Clouds Gather Over Global Economy», FMI, 11 de octubre de 2022.

⁴ Véase @RobinBrooksIIF, 16 de octubre de 2022: <https://bit.ly/3XkK1xF>; Nicolas Barré *et al.*, «Emmanuel Macron: “Il faut une politique massive pour réindustrialiser l’Europe”», *Les Echos*, 16 de octubre de 2022.

No es momento para la *Schadenfreude* [alegría por los males ajenos], dada la magnitud de las penurias a las que se enfrentan las clases populares y los países de renta baja y media con niveles alarmantes de deuda tensionada⁵. Tampoco será suficiente para los socialistas aprovechar las divisiones existentes entre las diversas fracciones del capital en esta coyuntura altamente volátil. Tanto en el ámbito de la política como en el de las finanzas, la inestabilidad está incrementando los envites. Estamos entrando en un momento de alto riesgo en el que es importante identificar la lógica de los movimientos tectónicos en curso. Las galopantes crisis financiera, ecológica y geopolítica, exacerbadas por las turbulencias de la pandemia y la guerra de Ucrania, están alimentando la inestabilidad actual. Si bien este es el contexto del retorno de la inflación, el fenómeno tiene su propia lógica, que implica tres mecanismos distintos, generadores a su vez de dinámicas político-económicas combinadas:

- En primer lugar, los choques y desequilibrios exógenos provocados por la interrupción de las cadenas de suministro mundiales a causa de la pandemia, justo cuando la demanda se hallaba impulsada por el apoyo masivo del Estado, y un choque energético complejo turboalimentado por la guerra en Ucrania.
- En segundo lugar, las luchas distributivas entre el capital y el trabajo, engendradas por la subida inicial de los precios y exacerbadas por la caída de los salarios reales y la subida de precios de modo especulativo por parte de las empresas.
- En tercer lugar, la disolución del capital ficticio sobreacumulado, vector que otorga un carácter estructural al retorno de la inflación, y la amenaza que se cierne sobre la hegemonía del sector financiero en el seno del actual modo de regulación.

A continuación examinaremos cada uno de estos tres mecanismos, pero antes conviene efectuar una breve digresión sobre la hegemonía del sector financiero. El fundamento del auge del sector financiero –de la liberalización de los tipos de cambio después de 1971 y la desregulación de los grandes fondos de ahorro, al crecimiento espectacular de la banca en la sombra, los derivados, el comercio de divisas y la explosión de la deuda pública y privada– ha radicado en el agotamiento de la dinámica productiva en las economías avanzadas y la reorientación del capital al

⁵ «UNCTAD Warns of Policy-Induced Global Recession», UNCTAD, 3 de octubre de 2022.

margen de la inversión productiva nacional con el fin de buscar mayores rendimientos en los beneficios financieros y en las cadenas de producción globalizadas mediante la explotación de mano de obra más barata. El crédito apalancado concedió un respiro a las aletargadas economías de los países desarrollados, impulsando el consumo por encima de lo que podían permitirse unos salarios reales estancados. Pero el sector financiero solo es relativamente autónomo; no puede liberarse por completo de las realidades económicas subyacentes y procede por choques y estallidos, que requieren una intervención pública cada vez mayor. Desde la quiebra de las empresas punto.com en 2001, el sector financiero depende de un sostén político continuo. Con la excepción parcial del sector digital, este sector financiero hipertrofiado ha dejado de ser un factor dinámico de acumulación y se ha convertido en un peso muerto para la reproducción social en su conjunto⁶.

El sector financiero es, sin embargo, un maestro en el arte del chantaje. Desde la crisis de 2008 ha conservado su posición hegemónica gracias a infusiones monetarias ininterrumpidas efectuadas por los bancos centrales, lo cual le ha permitido proseguir un proceso de valorización que había perdido completamente el contacto con la realidad, como se demostró en marzo de 2020, cuando el colapso financiero que lógicamente debería haber seguido a la serie de confinamientos provocados por la pandemia fue evitado por compras masivas y coordinadas de activos públicos y privados por parte de los bancos centrales. Sin embargo, en el nuevo contexto inflacionista, esta garantía monetaria está llegando finalmente al límite de su eficacia. Si los bancos centrales siguieran endureciendo su política monetaria, se produciría una crisis financiera en toda regla. Un resultado más probable, por lo tanto, es la devaluación real de los activos financieros a través de una crisis paulatina en forma de una inflación permanente de intensidad media. El ritmo del cambio puede ser relativamente moderado, pero las implicaciones estructurales son ineludibles. Si la hegemonía del sector financieros está en declive, ¿quién ocupará el trono vacante? El movimiento obrero y los ecologistas tendrán que luchar por el nuevo orden.

⁶ Cédric Durand, *Fictitious Capital: How Finance Is Appropriating Our Future*, Londres y Nueva York, 2017, pp. 66-68, 151-155; ed. orig.: *Le capital fictif*, París, 2014; ed. cast.: *El capital ficticio*, Barcelona, 2018.

Choques y desequilibrios

No es realmente un asunto controvertido dilucidar las causas inmediatas del retorno de la inflación: estas se hallan impulsadas por los costes. Cuando los confinamientos y las restricciones impuestas por la COVID-19 afectaron al sistema mundial de producción y transporte, la «gestión *just in time* de las existencias de las empresas», aclamada por el entonces presidente de la Reserva Federal, resultó ser un costoso lastre⁷. La estructura flexible de las cadenas de suministro privó de todo espacio de maniobra a las intrincadas redes productivas y logísticas, lo cual se convirtió en un mecanismo importante de propagación del *shock* cuando las fábricas cerraron, el transporte marítimo se detuvo, los trabajadores se quedaron en casa y los puertos se vaciaron a medida que el virus se propagaba. Y una vez rotas, estas conexiones resultaron difíciles de reparar. Además, los cuellos de botella se agravaron por la adaptación estratégica de las empresas a la nueva situación, lo cual provocó el conocido «efecto látigo»: la escasez inicial llevó a anticipar futuros problemas de suministro y, por consiguiente, a un acaparamiento preventivo a lo largo de toda la cadena de suministro⁸. La política de cero COVID practicada por China, que afectó a los mayores centros mundiales de producción, prolongó estas restricciones durante buena parte de 2022.

Mientras tanto, la enérgica intervención estatal en los países capitalistas avanzados, destinada a evitar una espiral de empobrecimiento y el aumento masivo de las quiebras empresariales, inundó sus economías de liquidez. En Estados Unidos el extraordinario estímulo fiscal implementado entre marzo de 2020 y marzo de 2021 ascendió a más de 5 billones de dólares, equivalente a la cuarta parte del PIB estadounidense. En la Unión Europea, la respuesta fiscal también fue significativa, aunque solo la mitad del tamaño de los paquetes presupuestarios aprobados por Trump y Biden como porcentaje de sus respectivos PIB, lo cual es un factor importante a la hora de explicar la mayor recuperación de la economía estadounidense y las diferencias observadas en la dinámica inflacionista registrada a ambos lados del Atlántico⁹. Este estímulo sin

⁷ Ben Bernanke, «The Great Moderation», discurso ante la Eastern Economic Association, Washington DC, 20 de febrero de 2004; disponible en el sitio web de la Reserva Federal.

⁸ Daniel Rees y Phurichai Rungcharoenkitkul, «Bottlenecks: Causes and Macroeconomic Implications», *BIS Bulletin*, núm. 48, 11 de noviembre de 2021.

⁹ Véase «COVID-19: The EU's Response to the Economic Fallout», disponible en consilium.europa.eu.

precedentes permitió que la demanda repuntara muy rápidamente, impulsada por la acumulación de ahorros en la mitad más rica de la población, tras meses de consumo famélico debido a los confinamientos y las restricciones derivadas de la pandemia. El impulso cuantitativo de la demanda fue fortalecido por otro cambio cualitativo. Al ajustar su gasto a las normas del distanciamiento social, los consumidores trocaron la demanda de servicios por la de bienes manufacturados, lo cual aumentó la presión sobre los centros productivos, el transporte y la venta al por menor. La revista comercial de la industria automovilística, *Motor Trend*, ofrece un ejemplo elocuente de los mecanismos subyacentes al incremento de precios registrado en este sector:

La crisis se remonta a marzo de 2020, cuando la pandemia obligó a los fabricantes de automóviles a cerrar fábricas y a paralizar temporalmente los pedidos de los proveedores. Al mismo tiempo, la industria electrónica se enfrentó a un aumento de la demanda de teléfonos móviles, televisores, ordenadores, juegos y electrodomésticos por parte de los clientes que acataban las órdenes de quedarse en casa. Los fabricantes de chips redirigieron su suministro a la industria electrónica, que también se mostró dispuesta a pagar más por las obleas de silicio. Cuando la industria automovilística volvió a funcionar antes de lo previsto en el verano de 2020, se encontró con que los chips que necesitaba no estaban disponibles en el mercado y los proveedores se contentaron con mantener sus contratos más lucrativos con otros clientes. Los grandes pedidos no pueden atenderse con rapidez; se tardan aproximadamente tres meses en fabricar incluso los semiconductores más sencillos¹⁰.

Privados de estos componentes cruciales, los fabricantes de automóviles fueron incapaces de satisfacer la pujante demanda. A pesar de que las restricciones sanitarias se suavizaron en 2021, el número de matriculaciones de coches nuevos en Estados Unidos se desplomó a un nivel no visto desde la década de 1950, con un déficit de producción mundial estimado en más de 11 millones de vehículos y pérdidas de aproximadamente 210 millardos de dólares para la industria a escala mundial¹¹. En esta grave situación, los fabricantes de automóviles de todo el mundo empezaron a prescindir de sus proveedores de primer rango y contactaron directamente con los fabricantes de chips con la esperanza de aprovisionarse precautoriamente de este insumo estratégico, lo cual

¹⁰ Alisa Priddle, «What Happened with the Semiconductor Chip Shortage-and How and When the Auto Industry Will Emerge», *Motor Trend*, 27 de diciembre de 2021.

¹¹ Datos: OCDE y European Automobile Manufacturers (ACEA).

intensificó todavía más la escasez reinante en el mercado¹². El caso de los semiconductores ilustra una cuestión más general. Los cuellos de botella han sido especialmente graves en los sectores que abastecen a su vez al sector automovilístico, como los productores de materias primas, los suministradores de energía y los servicios de transporte. Aunque en cada caso la dinámica tiene sus especificidades, una subida de los precios de los productos fabricados por estos últimos sectores tiene ramificaciones en toda la economía.

En el caso de los precios de la energía, que ya estaban impulsando la inflación al alza incluso antes de la invasión de Ucrania, este incremento de las complicaciones atizó unos mercados que ya estaban en llamas debido al reto de la transición del carbono, lo cual estaba teniendo repercusiones de gran alcance¹³. La brutal desvinculación de los mercados energéticos europeos de Rusia tuvo repercusiones espectaculares en los niveles de precios, ya que el aumento de los costes y la búsqueda de rentas oportunistas en cascada se precipitaron a través de las cadenas de producción hasta llegar a los consumidores; en octubre de 2022, las tasas de inflación anuales eran del 11,6 por 100 en Alemania, del 12,6 por 100 en Italia y de más del 20 por 100 en los países bálticos. El espectacular deterioro de la balanza comercial de la Eurozona (figura 1), que ha pasado de una situación de superávit estructural a un escenario de déficit sustancial, demuestra que el auge de los precios de la energía es un coste para el conjunto de la economía europea, ligado a la degradación de la relación de intercambio, esto es, de la relación entre sus precios de exportación e importación. La contrapartida son los superávit récord registrados por países exportadores de petróleo como Arabia Saudí y, paradójicamente, Rusia.

Si las únicas causas del actual aumento de la inflación fueran los confinamientos y la guerra, se trataría de un fenómeno temporal, que incluso podría revertirse de modo exponencialmente virtuoso y así las mismas fuerzas que amplificaron el efecto látigo podrían precipitar un descenso de los precios una vez eliminada la escasez y liquidadas las existencias almacenadas a lo largo de las cadenas de suministro, mientras el alto el fuego y el inicio de negociaciones para poner fin a la guerra en Ucrania podrían enfriar finalmente los precios de la energía o hacerlos caer

¹² Joe Miller, «Carmakers Order Enough Chips for Record Rebound in Global Production», *Financial Times*, 5 de octubre de 2022.

¹³ Cédric Durand, «Energy Dilemma», *NLR-Sidecar*, 5 de noviembre de 2021.

en picado, si van acompañados de una desaceleración de la actividad económica en China. Si la inflación tiene su origen en desequilibrios temporales entre sectores, no puede hacerse gran cosa a corto plazo para ampliar la oferta¹⁴. Esto no quiere decir que el aumento de la inflación sea indoloro o que no haya alternativa alguna más allá de la austeridad o de esperar a ver qué pasa, sino, por el contrario, que una inflación a corto plazo impulsada por los costes no puede tratarse satisfactoriamente mediante un endurecimiento fiscal o monetario sin que ello añada un dolor innecesario a la situación económica¹⁵.

FIGURA I: *Balanza comercial de la Eurozona, 1999-2022*



Fuente: Eurostat.

Para las empresas, sin embargo, un momento inflacionario impulsado por los costes es una gran oportunidad para subir los precios. Los productores de los sectores correspondientes se benefician de estos cuellos de botella, ya que aumentan sus márgenes de beneficio respecto de sus costes de producción incrementando simplemente los precios finales de venta al por menor. Los beneficios extraordinarios de las compañías

¹⁴ Así lo reconoció inicialmente la directora del BCE, Isabel Schnabel. «Hay muy poco que podamos hacer contra la elevada inflación actual», declaró al *Financial Times*. «Aunque subiéramos los tipos ahora, no bajarían los precios de la energía actuales», entrevista, 15 de febrero de 2022; disponible en [ecb.europa.eu](https://www.ecb.europa.eu).

¹⁵ En tales circunstancias, como discutiremos a continuación, los controles estratégicos de precios son una forma mucho mejor para evitar que la inflación se dispare sin hundir la economía. Véase el convincente argumento de Isabella Weber, «Could Strategic Price Controls Help Fight Inflation?», *The Guardian*, 29 de diciembre de 2021.

energéticas y navieras son un ejemplo de ello. La consecuencia de este comportamiento es una disrupción mucho mayor, dado que no solo resulta dañina la escasez real, sino que los agentes de compra también experimentan un deterioro de sus balances de situación debido a estas facturas cada vez mayores, que reverberan a través de toda la economía y comprimen los ingresos reales, lo cual en última instancia conduce al estancamiento.

El asalto del capital

Un nivel de precios cambiante nunca se distribuye homogéneamente entre sectores y agentes. Siempre implica un cambio en la matriz de precios relativos: algunos sectores y agentes pierden y otros ganan. Aquí vemos signos de la emergencia de un nuevo régimen macroeconómico, distinto de estos bruscos impactos inmediatos de la oferta y de los impactos en sentido contrario de la demanda: los datos de los dos últimos años indican que el capital ha pasado de la instrumentalización sectorial de los impactos asimétricos a un ataque general contra las rentas del trabajo.

Aprovechando su poder de mercado, las empresas han utilizado el aumento de los costes como pretexto para incrementar su margen de beneficios respecto de sus costes de producción incrementando simplemente, como decíamos, el precio final de venta al por menor. Las empresas son realmente explícitas al respecto cuando hablan con los inversores. Andre Schulten, director general de Procter & Gamble, explica que «aprovechando la fortaleza de sus marcas», P&G está «efectuando cuidadosamente subidas de precios a medida». Miguel Patricio, director general ejecutivo de Kraft Heinz, espera «seguir ofreciendo precios positivos»¹⁶. Mientras tanto, los sindicatos están tardando en reaccionar ante la nueva situación. Tras décadas de debilitamiento del movimiento obrero, las empresas se han beneficiado de la ventaja de ser las primeras en tomar la iniciativa, ya que los sindicatos llevan meses de retraso a la hora de reclamar aumentos salariales y carecen de fuerza para imponer una indexación de los salarios respecto de los precios. Las empresas se embolsan así la diferencia derivada de los desajustes de estos, elevando la tasa general de explotación de la fuerza de trabajo. Los beneficios de las empresas estadounidenses se han disparado –2021 fue su mejor año desde 1950– y las principales

¹⁶ Dion Rabouin, «Big Companies Thrive During Periods of Inflation», *The Wall Street Journal*, 10 de febrero de 2022.

empresas están repartiendo dividendos récord, llevando la tendencia anterior a la pandemia a un nuevo máximo¹⁷.

Para los trabajadores estadounidenses, las consecuencias inmediatas han sido desiguales. Por un lado, sus salarios reales han disminuido: los ingresos medios por hora del sector privado estadounidense cayeron el 4,2 por 100 entre enero de 2021 y octubre de 2022. Por otro, las rentas del trabajo se vieron compensadas por enormes transferencias fiscales efectuadas durante la pandemia. El paquete de estímulos implementado por Trump y Biden no solo rescató los niveles de beneficios y enriqueció a los más ricos, sino que también ayudó a los trabajadores más pobres a hacer frente al aumento de los precios, todo ello en un contexto en el que el poder de negociación de los trabajadores no era suficiente para defender su parte. En general, a pesar de la disminución de los salarios reales, esto facilitó un cambio en la dinámica del empleo a favor de los trabajadores con salarios bajos¹⁸. Además, el paquete de estímulos encaminó la economía hacia una situación de alta presión, que permitió que la producción y el empleo repuntasen. Esta es la base del argumento convencional de los partidarios de la línea dura a la hora de subir agresivamente los tipos de interés: debilitar la posición de negociación salarial de los trabajadores enfriando la economía, dejando a la gente sin trabajo y haciendo que los hogares asuman el impacto de la subida de precios¹⁹.

En Europa los beneficios empresariales también se han disparado, impulsados por los valores energéticos²⁰. Pero la situación ha sido mucho peor

¹⁷ Para los beneficios, véanse Matthew Boesler, «Profits Soar as US Corporations Have Best Year Since 1950», *Bloomberg*, 30 de marzo de 2022; y Edward Yardeni y Joe Abbott, «S&P 500 Sectors & Industries Profit Margins (quarterly)», *Yardeni Research*, 28 de noviembre de 2022. Respecto de los dividendos, véase «Janus Henderson Global Dividend Index», núm. 36, noviembre de 2022, disponible en janushenderson.com.

¹⁸ Véase US Bureau of Labor Statistics y Thomas Blanchet, Emmanuel Saez y Gabriel Zucman, *Realtime Inequality Database*, Department of Economics, Berkeley University (CA).

¹⁹ «Lo que [los banqueros centrales] tienen que hacer es evitar una espiral de precios y salarios, que sin duda desestabilizaría las expectativas de inflación. La política monetaria debe ser lo suficientemente restrictiva como para lograrlo. En otras palabras, debe crear/preservar cierto exceso de oferta en el mercado de trabajo. No sabemos qué grado de rigor debe asumir esta política para conseguirlo. Y es ciertamente posible que la inflación general y la mayoría de las componentes de la inflación subyacente continúen siendo altas, incluso si existe ese exceso de oferta en el mercado de trabajo. Lo que no tiene sentido, sin embargo, es permitir un nivel de demanda agregada que la oferta agregada, dado el patrón de la primera, no puede satisfacer. Los bancos centrales deben endurecer la política monetaria en consecuencia», Martin Wolf, citado en Robert Armstrong y Ethan Wu, «A Third Option in the Inflation Debate», *Financial Times*, 17 de febrero de 2022.

²⁰ Tajinder Dhillon, «STOXX 600 Q2 2022 Earnings Halfway Review: Growth Remains Resilient», *Lipper Alpha Insight*, 11 de agosto de 2022.

para los trabajadores, debido tanto a unas políticas macroeconómicas menos favorables a los mismos que en Estados Unidos, como a una mayor exposición al impacto energético derivado de la desvinculación del aprovisionamiento procedente de Rusia. El BCE está advirtiéndolo de que la Eurozona se encuentra en medio de una crisis del coste de la vida, registrando un descenso de los salarios reales de más del 4 por 100 entre el verano (tercer trimestre) de 2021 y la primavera (segundo trimestre) de 2022, mientras que los más pobres también han sido los más afectados por la inflación, sufriendo un aumento de los precios de su cesta de la compra más rápido que el de los más ricos²¹. En la medida limitada en que existe un movimiento autónomo de aceleración de los precios en la Eurozona, más allá de los choques de oferta, no se trata pues de una espiral precios-salarios, sino de una espiral beneficios-precios, que exige no un endurecimiento monetario, sino una política disciplinaria sobre el capital, que imponga un límite al aumento de los precios vinculado a la dinámica de los costes de producción. A la inversa, la defensa de la clase trabajadora debe centrarse en primer lugar en los salarios y en las prestaciones sociales, pero también debe prestar una atención detallada a las pautas reales de consumo existentes detrás del índice de precios y centrarse en la asequibilidad de los bienes y servicios esenciales.

Un doble ataque contra el sector financiero

Un ataque doble –o doblete– señala en ajedrez una posición desde la que una pieza puede amenazar simultáneamente a varias piezas enemigas. La inflación es *de facto* un arma de este tipo contra el sector financiero. Por un lado, la inflación exige una política monetaria restrictiva y una reducción de la liquidez, que priva a los mercados financieros del apoyo continuo que han recibido a lo largo de los años en forma de rescates y flexibilización cuantitativa, lo cual podría provocar un súbito agotamiento de la liquidez y el inicio del pánico financiero²². Por otro, la inflación devalúa el

²¹ Isabel Schnabel, «Monetary Policy in a Cost of Living Crisis», intervención en un panel sobre la «Fight against inflation» en la IV Edición del Foro de La Toja», 30 de septiembre de 2022; disponible en [ecb.europa.eu](https://www.ecb.europa.eu).

²² Un analista del sector es tajante sobre el dilema en juego: «En un mundo inflacionista, los bancos centrales tienen que centrarse en anclar las expectativas de inflación, lo cual significa que las preocupaciones por la estabilidad financiera, aunque sean relevantes para las perspectivas de crecimiento, pasan a un segundo plano, marco este diferente de la situación en la que nos hemos encontrado durante los últimos veinte o treinta años, cuando los bancos centrales intervenían ineluctablemente siempre que había tensiones significativas en los mercados financieros», Jens Nordvig, «Money Inside and Out», *Exante Data*, 16 de octubre de 2022.

precio de la deuda acumulada y el tipo de interés real, inclinando la relación entre deudor y acreedor a favor del primero. La erosión del valor de la deuda significa que la cantidad que el deudor debe devolver disminuye en términos reales, empobreciendo en consecuencia a los acreedores, que son los propietarios de los activos financieros. Este mecanismo está detrás del famoso apotegma de Keynes que pedía «la eutanasia de los rentistas».

En cualquier caso, la hegemonía financiera disminuirá. Para el sector en su conjunto, el doblete inflacionista significa elegir entre la apoplejía y la agonía a cámara lenta, pero aunque este año se ha hablado mucho de la heroica postura de Volcker contra la presión inflacionista en 1979, hay serias razones para dudar de que nos encontremos ante una repetición, a menos que esta sea una farsa. Aunque su hegemonía se está debilitando, el sector financiero sigue siendo un actor poderoso que ocupa una posición estructural central. A pesar del endurecimiento de la política monetaria de los bancos centrales, el coste real del endeudamiento, es decir, el tipo de interés nominal menos la tasa de inflación, sigue siendo netamente negativo a ambos lados del Atlántico, mientras se intensifican las señales de sobretensión financiera. El Goldman Sachs Index, que refleja la disponibilidad de financiación y que abarca no solo los tipos de interés, sino también los tipos de cambio y las oscilaciones en el precio de las acciones, está alcanzando niveles que no se veían desde los peores momentos de 2009²³. Sin embargo, ello no significa que una gran crisis financiera esté a la vuelta de la esquina, sino que los bancos centrales cambiarán de rumbo.

La intervención del Banco de Inglaterra tras las reacciones del mercado al minipresupuesto de Truss-Kwarteng en septiembre de 2022 corresponde a ese patrón. Tras la brusca venta de deuda pública británica por parte de los inversores y una fuerte devaluación de la libra esterlina, la liquidez de los fondos de pensiones del Reino Unido se halló en peligro debido a las *margin calls* relacionadas con los contratos de derivados vinculados a los movimientos de los bonos del Tesoro británico y gestionados por empresas como BlackRock. Para romper tal bucle catastrófico, el Banco de Inglaterra pasó en cuestión de horas del endurecimiento cuantitativo a un nuevo programa de compras. «Estamos viendo cómo las preocupaciones del sector financiero prevalecen sobre las de la política monetaria», señaló el economista jefe del *Financial Times*. Una

²³ Davide Barbuscia y Lewis Krauskopf, «Analysis: Worries over Global Financial Stability Mount as Central Banks Tighten Policy», Reuters, 13 de octubre de 2022.

investigación detallada sugirió, afortunadamente para el Banco, que este no había intervenido para salvar a los fondos de pensiones o a los grandes gestores de activos, sino para evitar que el mercado de bonos del Estado británico entrara en una espiral caótica con el consiguiente aumento de las primas de riesgo del Reino Unido que ello conllevaría²⁴.

Aunque nadie sabe a ciencia cierta dónde se producirá la próxima explosión, no hay muchas dudas de que otras bombas de relojería están haciendo tic-tac. Los mercados de la vivienda se tambalean, aun después de experimentar una subida vertiginosa durante la pandemia. Y lo que es más sorprendente, la inusitada tensión que sufre el franco suizo tras los contratiempos sufridos por Credit Suisse ilustra el alcance de las tensiones del mercado. Se da por sentado que los banqueros centrales seguirán acudiendo al rescate cuando sea necesario para reparar las tuberías de la fontanería financiera de un sistema no bancario sobreendeudado. El BCE tomó una iniciativa preventiva en esa dirección en julio de 2022, cuando en medio del mencionado ciclo de endurecimiento de su política monetaria, puso en marcha un «Instrumento de Protección de la Transmisión» para respaldar la deuda pública de los Estados miembros a fin de evitar que esta sufriera tensiones como las sufridas durante la eurocrisis. Al tomar esta decisión, el BCE también reconocía implícitamente la primacía de la estabilidad financiera sobre la estabilidad de precios²⁵.

Además, para algunos actores importantes el arma de doble filo bajo la que la inflación mantiene al sector financiero es unidireccional. A diferencia de los prestamistas a largo plazo, como los bancos, los grandes gestores de activos se muestran más indulgentes con la inflación y la prefieren al repunte de los tipos de interés. Un analista de BlackRock (y antiguo banquero central canadiense) sostiene que la economía mundial está inmersa en un proceso masivo de reasignación estructural de recursos que puede durar cinco años o incluso más, dado el *shock* de la COVID-19, la desvinculación de Europa de los hidrocarburos rusos y la transición a las energías renovables, proceso que se irá resolviendo paulatinamente creando cuellos de botella inflacionistas en algunos sectores

²⁴ Martin Wolf, «Larry Summers: “The Destabilization Wrought by British Errors Will Not Be Confined to Britain”», *Financial Times*, 6 de octubre de 2022; Toby Nangle, «Who Exactly Has the BoE Bailed Out?», *Financial Times*, 30 de septiembre de 2022.

²⁵ Véanse respectivamente Jamie McGeever, «Rare Swiss franc stress reflects deeper market strains», *Reuters*, 18 de octubre de 2022, y Daniela Gabor y Jakob Vestergaard, *Towards a Theory of Shadow Money*, Institute for New Economic Thinking, abril de 2016; BCE, 21 de julio de 2022.

y holguras en otros. Mientras la inflación permanezca «anclada», es decir, mientras los salarios no empiecen a alcanzar a los precios, la inflación resultante de la reasignación sectorial debería ser «acomodatícia». Las subidas de precios son la forma que tiene el mercado de hacer frente a estos reajustes; intentar aplastarlos mediante subidas de los tipos de interés no hará sino prolongar este doloroso proceso²⁶.

Aunque el énfasis de BlackRock en la dimensión sectorial de la inflación es correcto, no constituye la única senda de comportamiento presente en la situación actual. La economía política del sector financiero explica por qué los gestores de activos prefieren una postura relativamente indulgente respecto de la inflación. Este no es el capital financiero de tu abuelo, por utilizar la expresión de Benjamin Braun:

Las variables que más interesan a los gestores de activos son los precios *agregados* de los mismos, porque las comisiones que cobran se calculan como porcentaje del valor actual de los poseídos por un cliente. En la cartera de fondos de un gran gestor de activos, el impacto del rendimiento individual de los fondos en el crecimiento de los activos gestionados es mucho menor que el impacto de la evolución de los precios agregados de estos [...]. De ahí la preferencia de BlackRock por las políticas macroeconómicas que mantienen altos los precios de los activos, lo que queda claramente ilustrado por su presión estratégica y persistente a favor de una política monetaria expansiva²⁷.

Como explica Braun a continuación, esta creciente relevancia de los precios agregados de los activos frente a los rendimientos tiene implicaciones sustanciales para la economía política de la política monetaria.

El sector financiero ha sido tratado durante mucho tiempo como el grupo más poderoso partidario de una política monetaria estricta, porque la inflación devalúa los derechos nominales de los bancos frente a los prestatarios. Los gestores de activos, por el contrario, temen más una devaluación de su base de activos que la inflación, lo que les convierte en un poderoso grupo de presión en pro de políticas monetarias laxas. Los profundos vínculos de BlackRock con los bancos centrales de todo el mundo ilustran este punto.

¿Podemos medir el declive del sector financiero? Como relación de fuerzas, tanto en el seno del capital como frente al trabajo y el Estado, la hegemonía

²⁶ Jean Boivin, director del BlackRock Investment Institute, citado en R. Armstrong y E. Wu, «A Third Option in the Inflation Debate», cit.

²⁷ Benjamin Braun, «Asset Manager Capitalism as a Corporate Governance Regime», en Jacob Hacker *et al.* (eds.), *American Political Economy: Politics, Markets and Power*, Cambridge y Nueva York, 2021; una versión preliminar está disponible en *ArXiv Papers*, 15 de marzo de 2022.

financiera no puede reducirse a una única medida. Sin embargo, una forma de estimar su intensidad es observar la escala de valorización anticipada, medida por el valor de los activos financieros en relación con el tamaño nominal de la economía. El vuelco de los mercados de renta variable tras una década de subidas fue un primer indicio en este sentido. En el año transcurrido desde noviembre de 2021, el FT Wilshire 5000, el índice más amplio del mercado invertible estadounidense, ha caído el 17,5 por 100. Como porcentaje del PIB, esta evolución es aún más notable: la capitalización total del mercado estadounidense cayó del 200 al 150 por 100, porcentaje situado por debajo de su nivel anterior a la pandemia²⁸. La tendencia es similar en Europa: el STOXX Europe 600 cayó el 12,6 por 100 durante el mismo periodo. De forma más espectacular, el desplome de los mercados de criptomonedas, donde se ha negociado la clase más especulativa de activos, refleja el abrupto cierre de las nuevas fronteras de las finanzas.

Otra indicación del debilitamiento del sector financiero es el descenso de su participación en los beneficios totales (figura 2). En Estados Unidos los beneficios del sector financiero cayeron de un porcentaje máximo del 27 por 100 del PIB a principios de 2019 a solo el 15 por 100 en el segundo trimestre de 2022; en la Eurozona, el descenso ha sido del 10 al 6 por 100. A un nivel más profundo, el «poder del sector financiero» reside en la liquidez, que fundamenta la actividad financiera como actividad autónoma²⁹. La liquidez encarna la pretensión del sector de representar valor y su capacidad para disciplinar a las unidades productivas y a los actores públicos enfrentándolos entre sí. Como tal, cuanto mayor sea el alcance de la liquidez, es decir, cuanto más fluidos e integrados estén los mercados financieros, mayor será su poder. El drenaje de liquidez en el nuevo contexto inflacionista afecta también a la hegemonía financiera. Y, por supuesto, la inflación comprendida como sequía financiera se ve agravada por una política monetaria más restrictiva. Un gestor de inversiones, preocupado por el impacto de las subidas de los tipos de interés de la Fed sobre «la liquidez de un sistema hiperfinanciado» y muy expuesto a los activos de riesgo, se preguntaba por el «balance de situación financiero agregado de existencias y flujos», es decir, el del banco central y el de los bancos comerciales combinados. ¿Qué tamaño tiene en relación con las exigencias que pesan sobre él? ¿Y, ¿crece o decrece? Braun continúa afirmando lo siguiente:

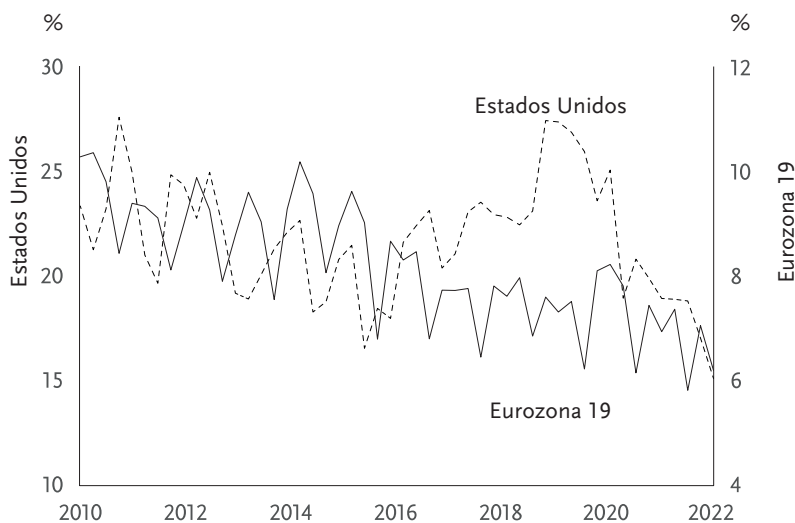
Mi argumento es que no solo importa el tamaño de los balances de situación, sino también su composición. Y, ahora mismo, la composición importa más

²⁸ Datos procedentes de Wilshire Associates y del US Bureau of Economic Analysis.

²⁹ André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, París, 1999.

que el tamaño. El cambio verificado en la composición de las reservas incluidas en el balance de situación de la Reserva Federal, que ha abandonado las reservas bancarias en pro de pasivos bajo la forma de *reverse repurchase agreements* [compra de títulos con el acuerdo de venderlos posteriormente en una fecha estipulada a un precio superior], drena liquidez de un sistema bancario inclinado en general a asumir riesgos en tránsito hacia uno dispuesto a hacerlo con gran cautela. El cambio en la composición de los balances de situación de los bancos comerciales, que pasa de la circulación financiera a la circulación industrial, efectuado para apoyar una economía nominal mayor reduce la liquidez disponible para los mercados financieros. Además, la actual presión reguladora impide su capacidad para ampliar la asunción de riesgos. De repente, la idea de un exceso de liquidez en el sistema empieza a parecer muy endeble, sobre todo desde la perspectiva del mercado financiero³⁰.

FIGURA 2: Beneficios del sector financiero como porcentaje de los beneficios totales, 2010-2022



Fuentes: BEA National Income and Product Accounts, octubre de 2022, cuadro 6.16D y datos trimestrales no financieros de Eurostat, octubre de 2022.

Notas: datos de Estados Unidos: porcentaje de otras empresas financieras (excluido el banco central) respecto de las empresas nacionales; datos de la Eurozona 19: porcentaje de las empresas financieras respecto a las empresas financieras + empresas no financieras. Estos datos no son inmediatamente coherentes entre Estados Unidos y Europa.

³⁰ Memorandum interno redactado por Henry Maxey, director de inversiones de Ruffer, citado en Robin Wigglesworth, «Liquidity Rules Everything Around Me», *Financial Times*, 20 de septiembre de 2022.

Frente a esta «perspectiva del mercado financiero» parece probable que la conmoción por las rigideces de la economía globalizada revelada durante la pandemia, combinada con el aumento de las tensiones geopolíticas, haya contribuido a una reevaluación de los méritos del sector financiero, que ha llevado a su relativa rebaja de categoría tanto por parte de las autoridades estadounidenses, como de los capitalistas cautelosos. Entretanto, la legislación federal –la *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act* (2020), la *Infrastructure Investment and Jobs Act* (2021) y la *CHIPS and Science Act* (2022)– ha inyectado capital profusamente en el sector productivo.

Lecciones provisionarias

En 1879, en medio de la larga depresión que atravesó entonces la economía mundial, Marx bromeaba diciendo que era necesario estudiar el curso de las cosas hasta su madurez antes de que pudieran «consumirse productivamente, esto es, *teóricamente*»³¹. Tal nota de cautela es evidentemente necesaria en el caso que nos ocupa; la lechuza de Minerva no está todavía lista para pronunciar su veredicto sobre la lógica subyacente de la coyuntura altamente volátil que estamos atravesando. Deberemos aprender todavía infinidad de cosas al respecto, pero quizá puedan extraerse tres lecciones provisionarias, a modo de balance provisional del pasado año.

En primer lugar, sobre la política monetaria *versus* el control de precios: Isabella Weber tenía razón al afirmar que el endurecimiento de la política monetaria era una respuesta errónea y perjudicial a la inflación impulsada por los costes; los controles estratégicos de los precios son una forma más eficaz de evitar que la inflación se dispare sin hundir la economía³². Aunque no son la panacea, han demostrado su eficacia una y otra vez como herramienta de gestión de daños. El razonamiento de Weber fue inicialmente atacado por figuras como Paul Krugman, pero desde entonces ha despertado un gran interés. En cuanto a los gobernantes europeos, atenazados entre sus promesas a la OTAN y la crisis del coste de la vida que asola a sus ciudadanías, las exigencias de la coyuntura han enseñado una dura lección sobre un obstinado elemento de la sabiduría económica predominante. La política de precios está de vuelta para lidiar con la crisis energética, lo cual supone algo muy parecido a un giro ideológico de

³¹ Karl Marx a Nikolai Danielson, 10 de abril de 1879, en Karl Marx y Friedrich Engels, *Selected Correspondence*, Moscú, 1975.

³² I. Weber, «Could Strategic Price Controls Help Fight Inflation?», cit.

ciento ochenta grados³³. El reconocimiento de que los precios no son un fenómeno natural e inmanente, sino que pueden y deben gestionarse para evitar sufrimientos innecesarios, podría tener implicaciones de gran alcance. Las políticas de precios, crediticias y de inversión vuelven a ser instrumentos cuya utilización por los gobiernos goza ahora de legitimación. Esta desnaturalización del mercado supone una importante reapertura de espacio para el uso de las políticas públicas posibles.

Es cierto que la Unión Europea ha tenido dificultades para acordar un mecanismo de control de precios, pero Bruselas está cruzando el Rubicón. Dado que la limitación de los precios debe complementarse con mecanismos específicos para reducir la demanda y evitar el agravamiento de la escasez, es inevitable cierta politización de la asignación de recursos, senda de comportamiento situada en las antípodas de la norma neoliberal. Cuando el mercado se rompe, hay que negociar «objetivos claros y un reparto justo de las cargas» para que la demanda se adapte a la restricción de la oferta, utilizando para ello herramientas como la fijación progresiva de precios y la planificación prioritaria de la distribución en casos de grandes tensiones³⁴. Negociaciones de este tipo se están convirtiendo en una realidad en la Europa de hoy.

La segunda lección de la nueva inflación es kaleckiana. En un modelo construido en 1962, Michał Kalecki identificó una triple dinámica de distribución de la renta, que ayuda a esclarecer la experiencia del año pasado. Kalecki señaló el carácter de clase de la inflación: aumento de los beneficios de las grandes empresas, caída de los salarios reales y empobrecimiento (relativo) de los rentistas. Como él mismo señaló: «Los salarios reales suelen caer y el hecho de que su nivel sea mucho menor de lo normal puede verse en la distribución del producto nacional [...]. Otro fenómeno que refleja esta situación es el empobrecimiento del rentista. Una contrapartida de ello son los enormes beneficios de los empresarios en general y de las grandes empresas en particular»³⁵. Así

³³ Un ejemplo al respecto: Mario Draghi, cuando aún era primer ministro italiano, lanzó un mordaz ataque contra Ursula von der Leyen, argumentando que al no hacer nada para reducir el vínculo existente entre los precios del gas y la electricidad, la UE había «cometido un error colosal» y «empobrecido a millones de personas», Virginie Malingre, «L'Europe peine à s'entendre sur un plafonnement du prix du gaz», *Le Monde*, 13 de octubre de 2022.

³⁴ Karsten Neuhoff e Isabella Weber, «Can Europe Weather Looming Gas Shortages?», *Project Syndicate*, 2 de mayo de 2022.

³⁵ «A Model of Hyperinflation», *The Manchester School*, vol. 30, núm. 3, septiembre de 1962, pp. 275-281.

pues, uno de los rasgos característicos de la coyuntura es el aumento de los beneficios junto con una inflexión a la baja del valor de los activos, lo cual tiene dos implicaciones. En primer lugar, la lucha por el aumento de los salarios reales es una cuestión de absoluta urgencia, pero, en segundo, ello no debe confundirse con una hostilidad general hacia la inflación moderada y su aspecto antirentista.

La tercera lección, enseñada por Suzanne de Brunhoff, es que la persistencia de la inflación puede tener una dimensión monetaria. Como explicó a finales de la década de 1960, «ninguna política monetaria puede abolir las causas económicas de las tensiones financieras; la autonomía relativa que hace posible que la política monetaria tenga un efecto también establece los límites de su campo de acción»³⁶. Desde 2008 los bancos centrales han sostenido el valor de los activos financieros con sus políticas monetarias expansivas. Proporcionaron una validación monetaria de las anticipaciones privadas de los propietarios de activos financieros, anticipaciones que conciernen a la valorización futura real y se basan en una multiplicidad de procesos laborales inciertos y dispersos que aún no han tenido lugar. Dado que este activismo monetario no se vio correspondido por el aumento de la inversión productiva, la validación *a priori* superó con creces la capacidad efectiva del sistema para generar plusvalor.

El actual repunte de la inflación revela que la validación monetaria del capital financiero por parte de los bancos centrales era, de hecho, una pseudovalidación. A esto se refería Brunhoff cuando escribió que «la inflación, formalmente, tiene las características de una crisis, pero no la sustituye (no existe el milagro de la inflación)». Pero «el efecto de la no validación se diluye y se extiende»³⁷. En otras palabras, la inflación es una crisis financiera a cámara lenta. Desde esta perspectiva, la gramática de la nueva inflación no se limita a la conjunción de la pandemia, las tensiones materiales derivadas de la transición verde y la guerra de Ucrania. También constituye, en cierta medida, un efecto retardado sobre el sistema monetario salido de la crisis financiera de 2008 y del auge financiero que le siguió durante la década de 2010, alimentado por políticas monetarias no convencionales. Mediante la actual devalua-

³⁶ Suzanne de Brunhoff, *Marx on Money*, Londres y Nueva York, 2015, p. 126; ed. orig.: *La monnaie chez Marx*, París, 1973.

³⁷ Suzanne de Brunhoff, *Les rapports d'argent: intervention en économie politique*, Grenoble, 1979, p. 126.

ción de los activos financieros, el capital ficticio sobreacumulado está siendo digerido lentamente. Es concebible que la gran «contracción de los mercados financieros» que se ha hecho esperar desde 2008 pueda ocurrir ahora de una manera relativamente ordenada³⁸.

El marco de la teoría de la regulación propone, siguiendo a Althusser, que el capitalismo «tiene la unidad de una estructura articulada dominante». Tras el nexo entre salario y trabajo vigente durante el periodo posguerra, el sector financiero ha sido el elemento dominante del sistema durante las últimas décadas. Su reinado se está debilitando, lo cual abre la pugna por el trono. No está claro ni decidido cuál podría ser el próximo componente predominante de la estructura. El amplio alcance de los monopolistas de la propiedad intelectual podría proporcionar un anclaje sistémico, conduciendo a un modo de producción «tecnofeudal» regresivo³⁹. Alternativamente, en la comunidad inversora hay quienes esperan que la represión financiera y el *dirigisme* económico diseñen un rebote productivista de la acumulación⁴⁰. La izquierda quiere algo más: tras décadas de delirio de la mercancía, un giro hacia la planificación democrática, canalizando la inversión de acuerdo con las necesidades sociales y los límites ecológicos, sería la venganza del valor de uso.

³⁸ James Crotty, «Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the “New Financial Architecture”», *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, núm. 4, julio de 2009.

³⁹ Cédric Durand, «Explorando las fronteras del capital», *NLR* 136, septiembre-octubre de 2022.

⁴⁰ Russell Napier, «We Will See the Return of Capital Investment on a Massive Scale», *The Market NZZ*, 14 de octubre de 2022.