

NEW LEFT REVIEW 143

SEGUNDA ÉPOCA

NOVIEMBRE-DICIEMBRE 2023

ARTÍCULO

PERRY ANDERSON	¿Derecho internacional?	7
CAITLÍN DOHERTY	Topografías del capital	35

DEBATE

ALYSSA BATISTTONI Y GEOFF MANN	<i>Bidenomics</i> climática	61
-----------------------------------	-----------------------------	----

ARTÍCULO

JOHANNES HOERNING	Pensar lo impensable	89
NIC JOHNSON	Tiempos de interés	121

CRÍTICA

DYLAN RILEY	Sermones para príncipes	161
CHRISTOPH SCHURINGA	El sistema de Schelling	176

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



NIC JOHNSON

TIEMPOS DE INTERÉS

*Los tipos de interés en la *longue durée* y la estabilización capitalista*

UNA DE LAS muchas transformaciones provocadas por el capitalismo se ha verificado en nuestra experiencia subjetiva del tiempo. Para nuestros antepasados, el tiempo se medía según los ritmos cíclicos y constantes de la sociedad agraria, interrumpidos por catástrofes ocasionales como la guerra, las hambrunas o las epidemias. Nosotros, los modernos, lo vivimos como algo progresivo y abierto y dado que dependemos del mercado y de sus resultados caprichosos, tenemos que apostar por un futuro radicalmente incierto. Como individuos, suele afirmarse que esto nos hace a la vez ansiosos y optimistas. Sin embargo, durante el lapso de la última generación, el capitalismo se ha instalado en una situación de profundo estancamiento, que ha agotado el optimismo de amplios estratos de nuestras sociedades. Los signos de ello proliferan por doquier, de las rentas medianas y del crecimiento de la productividad al relanzamiento de las películas de Marvel¹. Los economistas más influyentes, como Robert J. Gordon, Thomas Piketty y Larry Summers, llevan tiempo alertando de la falta de dinamismo del capitalismo. ¿Cuál ha sido el error cometido para que nos hallemos en esta situación?

Una serie de relaciones objetivas que gestionan el tiempo en el capitalismo podrían explicar de modo pertinente nuestro malestar actual. La tasa de

¹ El *locus classicus* sobre el advenimiento del tiempo capitalista es Edward P. Thompson, «Time, Work-Discipline and Industrial Capitalism», *Past & Present*, núm. 38, diciembre de 1967. A finales de la década de 1970 el porcentaje de las veinte películas más exitosas por sus ingresos de taquilla consistentes en precuelas, secuelas, películas derivadas, versiones o relanzamientos de films ya existentes era inferior al 25 por 100: en la actualidad este porcentaje es superior al 75 por 100.

beneficio del capital productivo ha recibido la mayor parte de la atención por parte de la izquierda, quizá solo superada por la duración de la jornada laboral. Existe, sin embargo, otra relación igual de importante: el tipo de interés. A diferencia de los beneficios, cuya tendencia a la baja es discutible, dado que se halla empantanada en abstrusas discusiones sobre cómo calcularlos y que resulta en gran medida inobservable, si no es recientemente en el mundo desarrollado, el comportamiento de los tipos de interés puede leerse directamente en los registros históricos y, como veremos, su tendencia a la baja a largo plazo es incontestable. Los tipos de interés son también cruciales en lo que se refiere al modo en que los Estados modernos gestionan los ritmos de sus macroeconomías. A lo largo del ciclo económico, los bancos centrales ajustan los tipos de interés para estabilizar la demanda agregada. Ante una situación de recesión, los gobiernos bajan los tipos para reactivar la inversión privada, mientras que ante una de inflación, los suben para reducirla. Nuestros altibajos económicos colectivos están estrechamente ligados al comportamiento del tipo de interés².

I. REDUCIDOS HASTA CERO

Las recientes políticas de tipos de interés próximos a cero son a la vez índice y causa de la contradictoria condición política actual del capitalismo. En una recesión típica del periodo de posguerra, la Reserva Federal reducía los tipos a corto plazo algo más de cinco puntos porcentuales. Sin embargo, tras la crisis financiera global esos tipos fueron reducidos a casi cero y mantenidos en ese nivel sin poder ser rebajados ulteriormente, lo cual deterioró su fuerza estabilizadora. Sin esta herramienta para luchar contra la recesión, el capitalismo atravesó penosamente la década de 2010, caracterizada por el estancamiento económico, y

² Una nota sobre la terminología: los tipos «nominales» son los tipos principales de la deuda; los tipos «reales» se calculan restando la inflación del tipo nominal. A no ser que se indique otra cosa en este artículo «tipo de interés» se refiere al tipo nominal cargado a la deuda soberana. Los tipos nominales tienen un límite inferior real, porque los recursos monetarios tienen un rendimiento nominal de cero, de modo que es posible evitar un rendimiento negativo de la inversión simplemente manteniendo su montante en efectivo. En teoría, los tipos reales pueden bajar tanto como la inflación puede subir. Los tipos nominales negativos son posibles –y han sido prominentes durante la última década– a pesar del arbitraje con rentabilidades del 0 por 100 de los recursos monetarios que aparentemente ponen un suelo bajo ellos, porque los costes de almacenamiento de estos recursos monetarios resultan ser más altos que los de la deuda pública. El hecho de que existan costes de almacenar físicamente los recursos monetarios correspondientes significa que los tipos pueden llegar a ser ligeramente negativos, pero hay un «límite inferior real» que se sitúa justo por debajo de cero.

sobrevivió a los confinamientos decretados por la pandemia del coronavirus únicamente gracias a la implementación de programas masivos de estímulo fiscal y monetario. Hasta marzo de 2022 la Reserva Federal mantuvo su tipo de interés oficial próximo a cero una vez más y aunque este ha subido durante los últimos dieciocho meses, parece poco probable que los elevados tipos actuales se prolonguen en el tiempo y así lo confirman los modelos actuales, que los sitúan de nuevo a la baja en 2024 y 2025. Pero no es solo el tipo a corto plazo el que recientemente ha estado funcionando peligrosamente cerca de cero: en 2020 los bonos del Tesoro estadounidense a diez años se hundieron hasta un miserable tipo de interés del 0,54 por 100. En otras partes del mundo han experimentado estados de deterioro aún más intensos, registrando tipos negativos en activos con vencimientos aún más largos. Japón es un caso especialmente desgarrador: sus letras a corto plazo han estado atrapadas en una horquilla muy próxima a cero de forma intermitente desde la década de 1990, mientras su bono a diez años ha flirteado en idénticos términos con esos valores desde 2016. La gestión de los tipos de interés dispone hoy de menos margen de acción para efectuar sus consabidas tareas de estabilización frente a la recesión que en épocas anteriores.

Los descensos de los tipos de interés verificados después de 2008 y 2020 se justificaron como una respuesta al ciclo económico, al igual que las subidas actuales se justifican como una respuesta a la inflación. Pero lo que debe explicarse es la posición inicial, ya baja, de los tipos de interés antes de las mencionadas crisis globales, ya que a lo largo de estos ciclos se ha verificado un descenso secular inequívoco. De hecho, los tipos de interés estadounidenses estuvieron cayendo en todo el espectro de sus vencimientos durante casi dos generaciones (figura 1).

Para entender nuestro malestar actual, sin embargo, es necesario un horizonte temporal más largo. Un fascinante conjunto de datos recientemente elaborado por Paul Schmelzing y publicado por el Banco de Inglaterra, que rastrea los tipos de interés reales vigentes desde principios del siglo XIV, muestra una lenta y persistente tendencia a la baja que se prolonga durante más de setecientos años caracterizada por los más diversos regímenes fiscales, políticas monetarias, sistemas sociales, revoluciones culturales y contextos internacionales (figura 2)³. Es imposible explicar esta constatación aduciendo uno u otro cambio de

³ Paul Schmelzing, «Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G and the “Suprasecular” Decline, 1311-2018», Bank of England Staff Working Paper, núm. 845, 3 enero de 2020; el conjunto de datos del Banco de Inglaterra tiene tipos de interés soberanos nominales, que se remontan a 1273 y tipos de interés reales que datan de 1311.

políticas concurrentes o esgrimiendo un determinado complejo de decisiones políticas, porque la tendencia es demasiado larga y persistente⁴. Las sofisticadas pruebas estadísticas efectuadas en busca de rupturas o cambios de tendencia solo han podido encontrar dos: la devastadora peste negra de 1346-1353, que se calcula que mató a más del 30 por 100 de la población europea, y las quiebras soberanas de Francia, España y los Países Bajos registradas en 1557⁵. La tendencia a la baja ha sido lenta, pero constante desde el nacimiento de la deuda pública en la Alta Edad Media. Es posible, pues, que esté arraigada en la dinámica estructural del propio sistema-mundo capitalista en expansión, lo cual significa que es poco probable que los problemas derivados de los actuales tipos de interés situados en una horquilla muy próxima a cero sean temporales.

Comprender las causas de esta tendencia a largo plazo exige un análisis riguroso de la reciente producción académica sobre las finanzas y su historia. Dado que el tipo de interés regula en gran medida la dinámica del capitalismo, también existen innumerables procesos en su determinación que operan con diferentes escalas temporales. Aunque la crónica de los tipos de interés nos llega como una serie situada en un tiempo vacío y homogéneo, es posible descomponer las distintas frecuencias en las que esta fluctúa para analizarlas por separado⁶. En el resto de este

⁴ Esto nos plantea una especie de rompecabezas, ya que la evidencia apunta a la constatación de que las autoridades monetarias desempeñan un papel importante en la determinación de los tipos de interés: la gran mayoría de los cambios de precios verificados en los mercados de bonos se producen en un plazo de setenta y dos horas a partir de los anuncios de política monetaria (véase Sebastian Hillenbrand, «The Fed and the Secular Decline in Interest Rate», Harvard University-Business School, Working Paper, enero de 2022). Aunque actualmente las autoridades monetarias disponen de un poder abrumador para determinar las condiciones de liquidez vigentes en los mercados financieros y, por lo tanto, para fijar el nivel general de los tipos de interés, esto no *siempre* ha sido así, ni estas autoridades lo han utilizado en todo caso conscientemente. Y, sin embargo, las fuerzas que presionan los tipos a la baja han operado de forma más o menos continua, empujando los tipos de interés reales globales a la baja al mismo ritmo secularmente. Pero si bien las autoridades monetarias modernas pueden elegir dónde fijar los tipos de interés oficiales, no lo hacen *arbitrariamente*; la cuestión, por consiguiente, es la siguiente: ¿qué determina sus opciones? Si son las mismas fuerzas que han estado operando secularmente, el enigma está resuelto: los planificadores centrales de la liquidez son simplemente el medio a través del cual operan factores determinantes más profundos.

⁵ Schmelzing y sus colegas llevaron a cabo una serie de pruebas econométricas y comprobaciones de robustez para demostrar que los tipos globales a largo plazo son «estacionarios en su tendencia», véase Kenneth Rogoff, Barbara Rossi y Paul Schmelzing, «Long-Run Trends in Long-Maturity Real Rates, 1311-2021», NBER Working Paper no. 30475, octubre de 2022.

⁶ Fernand Braudel, *On History*, Chicago (IL), 1980, Parte 2: «History and the Other Human Sciences» [ed. orig.: *Écrits sur l'histoire*, París, 1969; ed. cast.: *Escritos sobre la historia*, Madrid, 1991]; Reinhart Koselleck, *Futures Past: On the Semantics of Historical Time*, Nueva York, 2004, capítulo 14; ed. cast.: *Futuro pasado*, Barcelona, 1993.

trabajo, procederé a partir de la escala temporal más larga necesaria para comprender los reducidos tipos actuales –en nuestro caso, la totalidad de la historia de la deuda pública emitida durante los últimos setecientos años– para llegar a la más corta, esto es, el ciclo económico capitalista. Las distintas escalas temporales se superponen entre sí, dando a la línea del gráfico un carácter desigual y combinado, que, sin embargo, tiene una direccionalidad clara y racionalmente comprensible. En este artículo, se analizará el nacimiento, la propagación y la consolidación de los activos seguros, antes de examinar las principales transformaciones que han contribuido a reducir los tipos en el último siglo y lo que ello puede significar para nuestro futuro político. Pero primero puede ser útil efectuar algunas consideraciones más generales sobre lo que estamos midiendo e intentando teorizar, cuando hablamos de tipos de interés.

FIGURA 1: *Tipos de interés nominales estadounidenses, vencimientos seleccionados, 1985-2023*

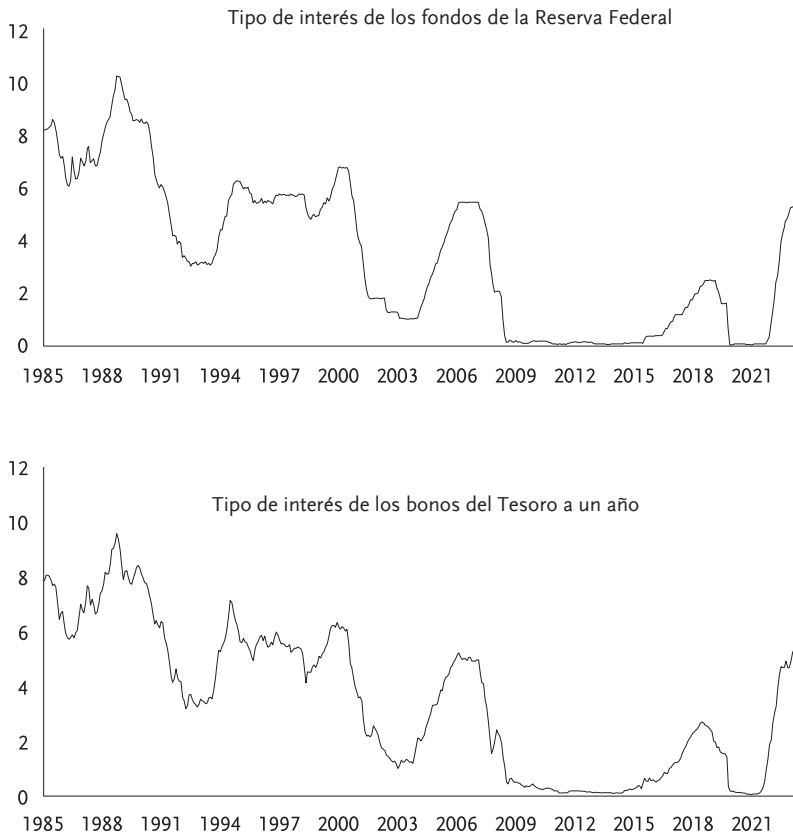
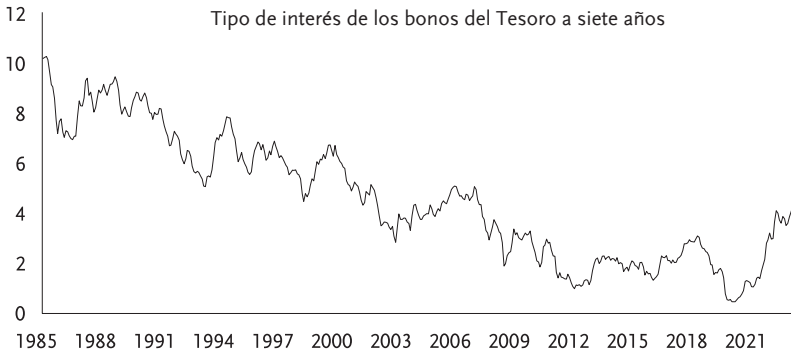
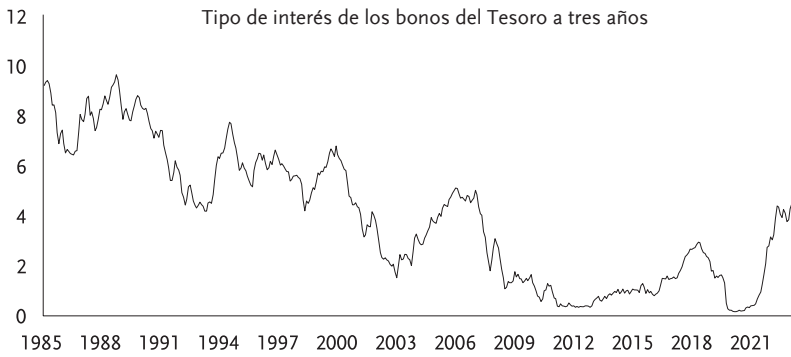
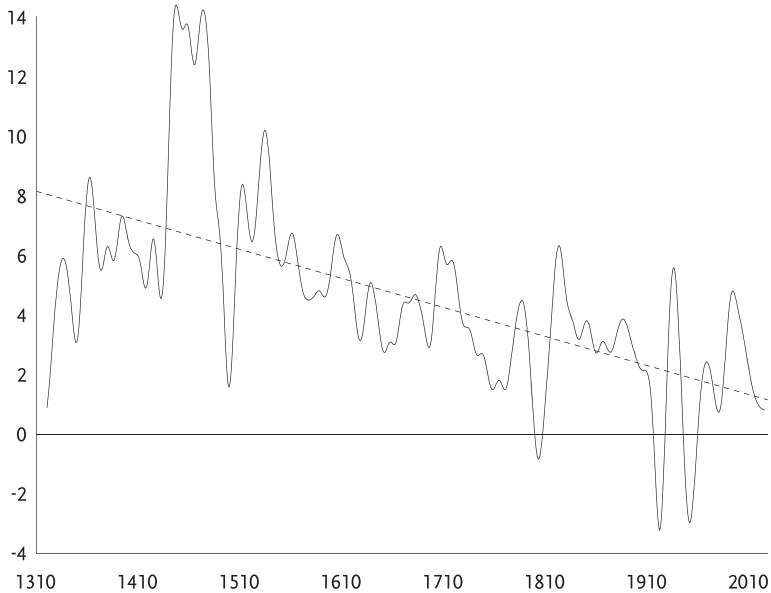


FIGURA I: *Tipos de interés nominales estadounidenses, vencimientos seleccionados, 1985-2023*



Fuente: St. Louis Federal Reserve Economic Data.

FIGURA 2: *Tipos de interés reales globales, 1311-2018*

Fuente: Paul Schmelzing, «Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G and the “Suprasecular” Decline, 1311-2018». Los datos del Banco de Inglaterra se han ajustado mediante un filtro Hodrick-Prescott para eliminar las fluctuaciones de baja frecuencia y se ha añadido una tendencia temporal lineal.

2. EL FUNDAMENTO DEL CAPITAL

Todos los agentes económicos necesitan depósitos de valor. Los trabajadores que planifican su jubilación, las empresas que gestionan sus recursos de tesorería, los bancos que depositan garantías o los bancos centrales que mantienen divisas con las que estabilizar los mercados de moneda extranjera necesitan activos legales para transmitir valor a través del tiempo⁷. Los denominados «tipos de interés seguros» determinan la facilidad con la que se hace esto: cuanto más altos son los tipos de interés más fácil es para los individuos transmitir valor al futuro, protegido

⁷ Ricardo Caballero, Emmanuel Farhi y Pierre-Olivier Gourinchas, «The Safe Assets Shortage Conundrum», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, núm. 3, verano 2017, pp. 29-46; Jonathan Levy, «Capital as Process and the History of Capitalism», *Business History Review*, vol. 91, núm. 3, pp. 483-510.

contra la erosión de la inflación o la quiebra. Algunos activos, como la deuda pública estadounidense, destacan por su bajo riesgo de impago, por su fácil negociabilidad y por el hecho de que su valor está relativamente poco correlacionado con otros riesgos importantes, todo lo cual los hace útiles para prestar cobertura. Estos activos son la unidad de referencia con respecto a la cual se valoran los demás; por ejemplo, el precio de los valores corporativos se fija añadiendo una «prima de riesgo» con respecto a la deuda pública con un vencimiento equivalente⁸. Los activos seguros también pueden circular como medio de intercambio, como ocurría con las letras de cambio a principios de la era moderna o como ocurre hoy con los bonos del Tesoro estadounidense, que circulan profusamente en los mercados mundiales de repos. En resumen, cuando un activo es realmente seguro, funciona como dinero.

Como cabría esperar, la seguridad aquí es relativa y se desplaza a lo largo en un espectro en cuya longitud podemos encontrar diferentes tipos de dinero y cuasi dinero, emitidos por innumerables tipos diferentes de instituciones⁹. De los bancos centrales y los Departamentos del Tesoro a los criptofondos de cobertura y los dictadores del Tercer Mundo, muchas instituciones *intentan* emitir activos seguros. Las dificultades radican en conseguir que otras personas los acepten y en cumplir la promesa de seguridad inherente a los mismos. La capacidad de producir activos seguros depende de la capacidad del Estado, de las constricciones del sector financiero, del nivel general de desarrollo y de la reputación del emisor, por lo que la emisión real de estos se ha limitado sobre todo a actores próximos a los Estados pertenecientes al centro de la economía-mundo capitalista. El tipo de interés de esa deuda —el «tipo seguro»— equilibra la oferta de activos seguros frente a la demanda de los mismos. También sirve como tipo de referencia para otras modalidades de inversiones: si un bono soberano ofrece un seguro 5 por 100, la construcción de una fábrica solo merece la pena, si se espera que los beneficios sean sustancialmente superiores de modo que el riesgo aparejado sea compensado.

Estrechamente relacionada con la seguridad está la liquidez. El significado y el papel de la «liquidez» se hace más evidente cuando se tiene en

⁸ Véase Stephen Marglin, *Raising Keynes: A Twenty-first-century General Theory*, Cambridge (MA), 2021, capítulos 11 y 12, para una teoría de anclajes y diferenciales.

⁹ Perry Mehrling, «Essential Hybridity: A Money View of FX», *Journal of Comparative Economics*, vol. 41, núm. 2, 2013, pp. 355-363; Perry Mehrling, «The Inherent Hierarchy of Money», en Armon Rezai, Lance Taylor, Thomas Michl (eds.), *Social Fairness and Economics: Economic Essays in the Spirit of Duncan Foley*, Abingdon, 2012.

cuenta lo que Hyman Minsky denominó la «restricción de supervivencia». Toda unidad económica –individuos, hogares, empresas, bancos, gobiernos– tiene entradas y salidas, pagos que se le hacen y pagos que necesita hacer. La «supervivencia» requiere hacer esos pagos, ya sea a las tiendas de comestibles, a los propietarios, a los empleados, a los acreedores o a los contratistas militares¹⁰. Ello constituye la expresión, enunciada en términos de la lógica del balance de situación, de lo que posteriormente los marxistas denominaron la «dependencia del mercado». En el capitalismo fracasar en la supervivencia tiene diferentes consecuencias para los diversos actores, del hambre y la falta de vivienda a la bancarrota del Chapter 12 de la legislación estadounidense, pasando por la quiebra soberana o la revolución. Para evitar situaciones en las que las entradas sean insuficientes para igualar las salidas, las unidades económicas necesitan adquirir activos con los que puedan realizar pagos directos (recursos de tesorería líquidos) o que puedan vender fácilmente para adquirir efectivo (liquidez de mercado) o bien conseguir acceso al crédito para poder emitir nuevos pasivos que les permitan adquirir medios de pago (liquidez de financiación). La liquidez de un balance de situación es su capacidad para «hacer frente a las pretensiones jurídicas, de cualquier tipo, que puedan hacerse» sobre él¹¹. Dado el papel desempeñado por la incertidumbre radical en el capitalismo, la liquidez es siempre una cuestión de convención y juicio y, por lo tanto, se halla sometida a bucles autorreferenciales. Los títulos emitidos por el Departamento del Tesoro estadounidense son líquidos, porque, a diferencia de otros activos de capital más sofisticados, están muy estandarizados y todo el mundo comercia con ellos, de los agricultores de Kansas, que ahorran para su jubilación, a los bancos centrales comunistas, lo cual facilita su compraventa rápida y masiva sin que varíe su precio.

¿Qué tiene que ver la liquidez con los tipos de interés? Los activos que son relativamente ilíquidos son relativamente poco atractivos para los inversores razón por la cual tienen que compensar esta característica ofreciendo una mayor rentabilidad, si sus emisores quieren atraer compradores. Pensemos en la diferencia existente entre tener 100 dólares en efectivo o comprar un bono a diez años con un valor nominal de 100 dólares y una rentabilidad anual de 2 dólares. ¿Por qué alguien desearía

¹⁰ Perry Mehrling, «The Vision of Hyman P. Minsky», *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 39, 1999, pp. 129-158.

¹¹ John Hicks, «Liquidity», *Economic Journal*, vol. 72, núm. 288, 1962; véase también JeanTirole, «Illiquidity and All Its Friends», *Journal of Economic Literature*, vol. 49, núm. 2, junio de 2011.

mantener ese dinero en efectivo, si el bono devenga intereses? La respuesta es la liquidez: en caso de pánico financiero, momento en el que los pagos deben realizarse rápidamente, el dinero en efectivo siempre funcionará; el bono, sin embargo, tendrá que venderse a alguien dispuesto a invertir en él. Si se mantiene hasta su vencimiento, el bono acabará pagando 100 dólares más los correspondiente 2 dólares devengados durante cada uno de los diez años de su madurez. Pero el pago de los 100 dólares sucederá dentro de diez años; si los recursos de tesorería se necesitan hoy, podría resultar necesario aceptar una elevada pérdida de capital respecto al valor de la cartera de bonos para poder solventar la situación de crisis. Es ese riesgo –el hecho de que en una situación complicada el valor de mercado cae– el que el inversor perspicaz tiene en mente, cuando exige ese rendimiento del 2 por 100 a modo de compensación por tener en cartera un activo relativamente ilíquido.

El «tipo seguro» ayuda a satisfacer la preferencia por la liquidez frente a la incertidumbre capitalista, poniendo un límite a las pérdidas e incertidumbres de los actores económicos. Cuando invierto el 40 por 100 de mi fondo de jubilación en bonos del Estado y el 60 por 100 en acciones, sé que los primeros seguirán ahí dentro de treinta años y solo a partir de tal seguridad estoy dispuesto a apostar también por las empresas. Los bancos son más complicados, pero no esencialmente diferentes. Sin una red de seguridad, la mayoría de nosotros no estamos dispuestos a caminar por la cuerda floja. Primero debemos satisfacer nuestra preferencia de liquidez antes de pasar a otros proyectos. Para la economía en su conjunto, el volumen de los activos seguros permite a los agentes económicos asumir los riesgos sin los cuales el capitalismo no puede funcionar. El valor de 32 billones de dólares de la deuda del gobierno federal de Estados Unidos constituye la base sobre la que descansa el resto de la estructura del capital mundial¹².

En este punto es precisamente donde la *longue durée* resulta de cierta utilidad. Otro estudio del Banco de Inglaterra ha construido una notable

¹² Christopher Carroll, «Buffer-Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, núm. 1, febrero de 1997, pp. 1-55. Constituye un problema para el capitalismo mundial que los Estados hayan producido generalmente activos imperfectamente seguros y en porciones tan pequeñas: Alemania (2,1 millardos, AAA), Canadá (1,3 millardos, AA+), Francia (2,4 millardos, AA-), Reino Unido (2,6 millardos, AA-), China (8,7 millardos, A+), Japón (7,7 millardos, A), Italia (2,3 millardos, BBB). Las cantidades proceden del Bank for International Settlements, las calificaciones crediticias de Fitch.

serie temporal concatenando los términos ofrecidos a los soberanos más estables y seguros en el sistema-mundo capitalista desde 1311: se trata de una serie sintética de la deuda emitida por las ciudades-Estado «del norte de Italia» (Venecia, Génova, Florencia), seguida de las respectivas series referidas a España, Holanda, Gran Bretaña, Alemania y Estados Unidos (la «serie del emisor líder seguro»)¹³. Se contaba con vencimientos de hasta diez años y no se produjo ningún caso individual de bancarrota en estos casos en los que estaba incluida la deuda. En la medida en que existían activos seguros, estos lo eran.

Cabe destacar que estos emisores también representan a los sucesivos Estados líderes analizados en *El largo siglo XX* de Giovanni Arrighi. En opinión de Arrighi, después de cada fase de expansión «real» sobreviene una era de expansión «financiera», que se verifica en medio de una situación de caos geopolítico, a medida que los capitalistas del Estado líder liquidan sus activos para prepararse para el siguiente ciclo hegemónico. El Estado que se muestra más capaz de reconfigurar sus instituciones absorbe entonces las nuevas inversiones, reiniciando el crecimiento real en el sistema-mundo a una escala ampliada. Las innovaciones institucionales clave fueron la creación de mercados de inversión más líquidos –las bolsas, los bancos centrales, las sociedades de responsabilidad limitada, los bancos de depósitos– y la construcción de un Estado fiscal y de un mercado interior de mayores dimensiones capaces de sostener un suelo global más elevado para la demanda efectiva. En opinión de Arrighi, estos emisores –las ciudades-Estado italianas del siglo XV, la España del siglo XVI, la Holanda del siglo XVII, la Gran Bretaña del siglo XIX, Estados Unidos en el siglo XX– representaban de hecho las economías más avanzadas en sus respectivos «siglos largos»¹⁴.

Como se ha señalado anteriormente, la característica más sorprendente de las series del Banco de Inglaterra es que estos tipos de interés tienen

¹³ Paul Schmelzing, «Eight Centuries of the Risk-Free Rate: Bond Market Reversals from the Venetians to the “VaR shock”», Bank of England Staff Working Paper, núm. 686, 20 de octubre de 2017.

¹⁴ Giovanni Arrighi, *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*, Londres y Nueva York, 2010 [ed. cast.: *El largo siglo XX. Dinero y poder en los orígenes de nuestra época*, Madrid, 1999]. El volumen de los mercados financieros de un país es uno de los determinantes más importantes de la condición de refugio seguro; esta es una de las razones por las que la *translatio imperii* de Arrighi pasa de las ciudades-Estado a Estados-nación cada vez de mayor tamaño. Véase también Maurizio Michael Habib *et al.*, «The Fundamentals of Safe Assets», *Journal of International Money and Finance*, vol. 102, abril de 2020.

una tendencia a la baja a largo plazo. Para la muestra completa de setecientos años, el tipo real seguro a corto plazo cae por término medio alrededor de un 0,9 por 100 por siglo, lo cual a primera vista no se antoja un porcentaje demasiado elevado, pero si se proyecta hacia el futuro desde el punto máximo registrado en la década de 1400, cuando la tasa segura era casi del 9,1 por 100 como promedio, representa una disminución muy sustancial. Es importante destacar que, a diferencia del tipo real «global» de la deuda soberana, construido a partir del promedio de las deudas soberanas de Italia, el Reino Unido, Holanda, Alemania, Francia, Estados Unidos, España y Japón, el descenso de los tipos reales del «principal emisor seguro» se acelera con el tiempo¹⁵. Si nos fijamos sólo en los últimos quinientos años, el tipo cae aproximadamente el 1,5 por 100 por siglo; durante los últimos doscientos años cae aproximadamente el 2,1 por 100 por siglo. Si proyectamos la tendencia posnapoleónica hasta la década de 2020, la previsión es que Estados Unidos, el principal proveedor de activos seguros en la actualidad, se encontrará permanentemente ligado a tipos reales a corto plazo iguales o inferiores a cero a finales de esta década. Las fluctuaciones en las frecuencias del ciclo económico, en particular las asociadas a la inflación, pueden parecer baches, cuando el tipo seguro vacila en su tendencia de comportamiento; pero tipos próximos a cero o por debajo de cero es la pauta primordial de la tendencia a largo plazo. Los tipos reales a largo plazo «globales» seguirán tal comportamiento durante la segunda mitad del siglo.

En otras palabras, el aumento de la frecuencia y la extensión geográfica de los tipos próximos a cero o por debajo de cero durante las últimas décadas no son simplemente el resultado de la crisis financiera y de la pandemia. Son el resultado de la interacción de múltiples factores, cuya incubación es de larga data. Para comprender estas causas es necesario efectuar el seguimiento de los tipos de interés en varios horizontes temporales simultáneamente. Pasaremos por alto muchos episodios apasionantes de la historia de la deuda pública, ya que en este artículo solo nos interesan las causas, cuya duración persiste hasta nuestros días. Comenzamos desplegando el panorama más amplio posible, esto es, la totalidad de la historia de la deuda soberana, y a partir de ahí

¹⁵ Es importante señalar aquí que los resultados son robustos respecto al modo en que se construye esta media. El planteamiento teóricamente correcto pondera cada país por su PIB (los resultados indicados anteriormente), pero como las reconstrucciones históricas de las cuentas nacionales son a veces de dudosa calidad, también es necesario comprobar si la ponderación por población y la ponderación de cada país arrojan igualmente resultados similares. Y sí lo hacen.

procedemos para ocuparnos de periodos de duraciones cada vez más cortas a medida que avanzamos en el tiempo, concluyendo cada periodo en el momento presente, lo cual dota a la descripción de una aproximación telescópica, que incrusta cada uno de los sucesivos periodos más profundamente que el precedente en la estructura narrativa. Proceder de esta manera nos ayudará a comprender la aceleración del tipo del «principal emisor seguro» a lo largo del tiempo, así como a explicar algunas anomalías registradas a mediados del siglo xx. A medida que las causas se superpongan, veremos que la tendencia a la baja probablemente nos acompañará en el futuro inmediato. Pero empezemos por el principio de la mano del nacimiento de la deuda soberana.

3. TRIBULACIONES EUROPEAS

Dado que la deuda soberana es extremadamente rara en la historia mundial, es fácil precisar su aparición. De hecho, es un hito tan importante que los estudiosos han definido la línea divisoria entre los regímenes fiscales premodernos y modernos ateniéndose a la «aparición masiva del endeudamiento soberano»¹⁶. La deuda pública únicamente hizo su aparición en la segunda mitad del siglo XIII y lo hizo tan solo en determinados lugares de Europa. Comprender por qué y entender cuáles fueron las causas que propiciaron su expansión desde estos enclaves nos ofrecerá las primeras intuiciones para dilucidar la tendencia del tipo de interés a caer.

Siguiendo a Schumpeter, la doctrina conocida como Nueva Sociología Fiscal explica la aparición de la deuda pública por medio de la capacidad del Estado¹⁷. Mientras que los «Estados patrimoniales» de la Europa

¹⁶ Andrew Monson y Walter Scheidel (eds.), *Fiscal Regimes and the Political Economy of Premodern States*, Cambridge, 2015, p. 4.

¹⁷ Jürgen Backhaus (ed.), *Essays on Fiscal Sociology*, Berna, 2005; Richard Bonney (ed.), *Economic Systems and State Finance*, Oxford, 1995, y *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815*, Oxford, 1999; Stephan Epstein, *Freedom and Growth: The Rise of States and Markets in Europe, 1300-1750*, Londres, 2000; Isaac William Martin, Ajay Mehrotra y Monica Prasad (eds.), *The New Fiscal Sociology: Taxation in Comparative and Historical Perspective*, Cambridge, 2009; Kathryn Norberg y Philip Hoffman (eds.), *Fiscal Crises, Liberty and Representative Government, 1450-1789*, Stanford (CA), 2002; Mark Ormrod, Margaret Bonney, Richard Bonney (eds.), *Crises, Revolutions and Self-Sustained Growth: Essays in European Fiscal History, 1130-1830*, Stanford (CA), 1999; Bartolomé Yun-Casalilla, Francisco Comín Comín y Patrick K. O'Brien, *The Rise of Fiscal States: A Global History, 1500-1914*, Cambridge, 2012.

feudal eran demasiado débiles para dominar algo más que la extracción de grano de los campesinos, los «Estados fiscales» que surgieron durante el Renacimiento podían imponer normas monetarias a sus súbditos y extraerles lo suficiente como para que el pago de la deuda se convirtiera en algo plausible, animando a los comerciantes tanto a prestar como a comerciar con la deuda en los correspondientes mercados secundarios. Dado el crecimiento económico y el fortalecimiento de los recursos políticos, esta literatura sugiere que la aparición de la deuda pública fue un hecho inevitable o, al menos, natural.

Sin embargo, aunque la capacidad del Estado forma parte indudablemente de la historia, no puede por sí sola constituir la totalidad de la explicación del nacimiento del endeudamiento soberano. Las constricciones que pesaban sobre la extracción fiscal en los dominios feudales no regían en otras épocas y lugares del mundo antiguo y del mundo no europeo y, sin embargo, no existieron otros Estados que desarrollaran una deuda pública a largo plazo similar en escala a la deuda soberana europea. En un momento tan tardío como la década de 1780, China no tenía deuda pública y ello no porque fuera demasiado débil, sino porque era demasiado fuerte. El imperio Qing podía simplemente mover recursos a través del espacio —desde una provincia en la que no había guerra ni hambruna a otra en la que sí las había— gravando a las elites locales según fuera necesario; no veía ninguna razón para recurrir a los complicados mecanismos financieros que los Estados europeos empleaban para movilizar recursos a lo largo del tiempo¹⁸. Podemos, pues, comenzar por preguntarnos por qué los Estados europeos fueron pioneros en el endeudamiento soberano a largo plazo.

El politólogo estadounidense David Stasavage identifica cuatro condiciones para la aparición de la deuda pública: en primer lugar, la existencia de una fuente monetaria de ingresos para el Estado, que le garantizara el reembolso de sus deudas (muchos imperios antiguos y no europeos se limitaban a emplear la *corvée* o a cobrar los impuestos en especie, como hacían los señores feudales); en segundo lugar, la existencia de grandes perturbaciones en las necesidades inmediatas de gasto, que obligaban a suavizar el flujo de ingresos (en Europa, estas perturbaciones eran las guerras); en tercer lugar, el declive de las prestaciones feudales y de las

¹⁸ Philip Hoffman, *Why Did Europe Conquer the World*, Princeton (NJ), 2015, p. 152; Kenneth Pomeranz, *The Great Divergence: China, Europe and the Making of the Modern World Economy*, Princeton (NJ), 2000, p. 196.

milicias ciudadanas en favor de los mercenarios profesionales y de los ejércitos permanentes, en cuyo caso para hacer frente a los desafíos de la guerra había que gastar en lugar de recurrir al alistamiento; y, por último, la expectativa de que los gobernantes quisieran y pudieran pagar sus deudas, de modo que no se confiscara simplemente la propiedad mercantil¹⁹. La segunda condición de Stasavage, la existencia de perturbaciones de gasto constituye en realidad la clave para comprender de dónde procedían los activos seguros y cómo evolucionaron.

A pesar del enorme debate verificado sobre lo que (en todo caso) dotó de excepcionalidad a la economía política europea, la única diferencia que los estudiosos revisionistas no han sido capaces de disipar, es la relativa fragmentación política y la violencia del sistema de Estados europeo²⁰. Tras la caída de Roma, ningún Estado pretendió gobernar sobre más del 20 por 100 de la población europea y la mayoría gobernó sobre un porcentaje mucho menor²¹. Cientos de Estados, la mayoría no más que ciudades con una humilde periferia rural, llenaron el vacío. A partir de la Alta Edad Media, estos Estados se vieron envueltos en una guerra constante e intensa contra oponentes igualmente poderosos; con el tiempo,

¹⁹ David Stasavage, «Why Did Public Debt Originate in Europe?», en Andrew Monson y Walter Scheidel (eds.), *Fiscal Regimes and the Political Economy of Premodern States*, Cambridge, 2015, pp. 523-535.

²⁰ En *The Great Divergence*, Kenneth Pomeranz se propuso dismantelar la totalidad de las afirmaciones precedentes relativas a las diferencias preexistentes entre Europa y China consideradas como explicaciones plausibles de la divergencia económica registrada durante el siglo XIX entre ambas, pero la violencia única del sistema estatal europeo no dejó de formar parte integral de sus argumentos, véase el capítulo 4. Véase también Prasannan Parthasarathi, *Why Europe Grew Rich and Asia Did Not: Global Economic Divergence, 1600-1850*, Cambridge, 2011, para la comparación india. Después de *Capitalism and Civilization, 15th-18th Century*, vol. 2, capítulo 5, de Braudel, el estudio más sistemático de la importancia de la pluralidad política es Walter Scheidel, *Escape from Rome: The Failure of Empire and the Road to Prosperity*, Princeton (NJ), 2019. La objeción formulada por Steve Pincus y James Robinson, a saber, que la evolución fiscal británica se debió tanto a estrategias desarrollistas como a las necesidades de hacer la guerra, no tiene por qué contradecir este hecho, Steve Pincus y James Robinson, «Wars and State-Making Reconsidered: The Rise of the Developmental State», *Annales*, vol. 71, núm. 1, 2017, pp. 9-34.

²¹ «La proporción de europeos gobernados por Roma, que oscilaba alrededor del 80 por 100 o algo más, era similar a la proporción de población gobernada por los mayores imperios de otras macrorregiones, como las controladas por los aqueménidas y los omeyas (~80 por 100) y los otomanos (~60 por 100) en la región de Oriente Próximo y el norte de África; por los imperios Maurya, Delhi y Mogol (~90 por 100) y por los imperios Gupta y Harsha (~60 por 100) en Asia meridional; así como por varias dinastías chinas en Asia oriental (~80-90 por 100), W. Scheidel, *Escape from Rome: The Failure of Empire and the Road to Prosperity*, cit., p. 219.

su número solo se redujo por desgaste. Si se compara el porcentaje de años durante los cuales los Estados estuvieron en guerra entre 1500 y 1800, Francia (52 por 100), Inglaterra/Gran Bretaña (53 por 100) y España (81 por 100) parecen más o menos comparables a China (56 por 100); pero si se excluyen las guerras contra los nómadas, las cifras chinas descienden a un mero 3 por 100, por debajo incluso de los dominios austriacos (24 por 100)²².

Como resultado de estos constantes e intensos combates, el aparato militar europeo mejoró sustancialmente tanto en términos de equipo como de técnica. Y la tecnología militar más importante, fueron, con diferencia, las finanzas. ¿Cómo explicar, si no, la supervivencia de una ciudad-Estado como Venecia hasta bien entrada la Edad Moderna a pesar de las ventajas productivas y demográficas de sus vecinos? Los ingresos fiscales de grandes países combatientes como Francia y España eran más o menos iguales en el siglo XVI, al igual que lo eran en el caso de Francia y Gran Bretaña en el XVIII; por otro lado, Estados más pequeños, como el británico y el holandés, podían endeudarse, hecho que compensaba su tamaño. En la década de 1780, la guerra consumió el 7 por 100 del PIB de Francia y el 12 por 100 de Gran Bretaña, importe que duplicaba generosamente y, según algunos indicadores, triplicaba el porcentaje de China. Como resultado de ello, durante la década de 1780 Gran Bretaña y Francia recaudaron cada una más ingresos totales que China, a pesar de tener poblaciones una décima parte menores, destinándose la gran mayoría de ellos a satisfacer sus compromisos militares. En 1776 los impuestos per cápita medidos en gramos de plata diferían en órdenes de magnitud entre China (7 g), Francia (61 g) y Gran Bretaña (180 g). El sistema estatal competitivo que surgió en Europa a principios del periodo moderno seleccionó Estados fiscales y militares, que fueran capaces de pagar por las perturbaciones de la guerra. Los «activos seguros» vieron la luz exudando por cada uno de sus poros, de la cabeza a los pies, sangre e inmundicia²³.

Una segunda perspectiva para analizar los orígenes de la deuda pública a largo plazo postula que fueron las ciudades-Estado del norte de Italia

²² Ph. Hoffman, *Why Did Europe Conquer the World?*, cit., p. 70.

²³ *Ibid.*, pp. 49, 20, 70, 51. Véase también Charles Tilly, *Coercion, Capital and European States, ad 990-1990*, Hoboken, 1992 [ed. cast.: *Coerción, capital y los Estados europeos, 990-1990*, Madrid, 1992]; Geoffrey Parker, *The Military Revolution: Military Innovation and the Rise of the West, 1500-1800*, Cambridge, 1996; ed. cast.: *La revolución militar. Innovación militar y apogeo en Occidente, 1500-1800*, Madrid, 2002.

las que estuvieron en la vanguardia de la emisión de estos títulos. Los monarcas territoriales a veces obtenían préstamos directos de los comerciantes, pero solían ser instrumentos de muy corto vencimiento, no más de uno o dos años, que cargaban tipos de interés de dos dígitos para compensar los altos riesgos que implicaban. El impago de Enrique III a los banqueros toscanos en 1345, durante las Guerras de los Cien Años, constituye el ejemplo tradicional de la facilidad con la que los reyes podían arruinar a grandes familias de banqueros como los Bardi y los Peruzzi en este periodo²⁴. Como resultado de ello, poca deuda era sostenible a esa escala. En cambio, fueron las ciudades-Estado republicanas como Florencia, Génova y Venecia las que inventaron la deuda pública a largo plazo susceptible de ser negociada en los mercados secundarios²⁵. Estas ciudades-Estado tenían varias características que las hacían especialmente adecuadas para cumplir la cuarta condición de Stasavage: la reputación, combinada con su capacidad administrativa para garantizar su reembolso. Las elites políticas que proveían de personal a sus asambleas representativas coincidían en gran medida con los comerciantes que financiaban la deuda pública. Los territorios pequeños limitaban la influencia de los terratenientes, que no solían ser acreedores, y que en asambleas territoriales más grandes, como los Estados Generales franceses, podían adoptar posturas independientes sobre el reembolso de la deuda y, por lo tanto, abogar por el impago cuando les conviniese, lo cual arruinaba las correspondientes reputaciones.

Además, la compacta geografía de las ciudades-Estado hacía que los costes de control fueran bajos: los representantes podían reunirse con frecuencia para supervisar las finanzas del Estado, mientras que los comerciantes podían intervenir directamente en los detalles de la recaudación de impuestos y el gasto público, disciplinando todo lo que amenazara el pago. En los territorios más extensos, los costes de transporte y comunicación eran elevados; tras el colapso del Imperio romano, el sistema viario europeo se deterioró continuamente hasta el siglo XII, y las mejoras importantes no llegaron hasta finales del siglo XVIII. En Colonia, por ejemplo, no existió puente alguno que cruzara el Rin hasta la llegada del ferrocarril en el siglo XIX²⁶. Esto hizo que el control y la intervención burgueses fueran mucho

²⁴ John Munro, «The Medieval Origins of the “Financial Revolution”: Usury, Rentes and Negotiability», *International History Review*, vol. 25, núm. 3, 2003, pp. 505-562. Técnicamente, estos préstamos solían emitirse como rentas vitalicias para eludir la prohibición católica de la usura.

²⁵ Frederic Lane, *Venice, A Maritime Republic*, Baltimore (MD), 1973.

²⁶ David Stasavage, *States of Credit: Size, Power and the Development of European Politics*, Princeton (NJ), 2011, p. 51.

menos eficaces y que la actividad crediticia fuese mucho más arriesgada y cara, hasta el punto de resultar insostenible.

Los experimentos de endeudamiento público se propagaron desde estos centros comerciales del norte de Italia. En el siglo XIII las ciudades de los Países Bajos y del norte de Francia empezaron a endeudarse fuertemente; las ciudades de Alemania, Suiza y Cataluña siguieron su ejemplo en el siglo XIV. Con el tiempo, las monarquías absolutas aprendieron a utilizar sus ciudades en beneficio propio²⁷. A finales del siglo XV, Castilla, bajo el reinado de Carlos V, comenzó a emitir deuda pública a través de un sindicato de dieciocho ciudades de los Países Bajos, que controlaban de forma independiente la recaudación de los ingresos y el reembolso de la deuda. En 1522 la corona francesa comenzó a experimentar de acuerdo con ese modelo, utilizando para ello París. Castilla, bajo el reinado de Felipe II, fue el primer reino en conseguir una gran deuda pública interna, que según algunas estimaciones alcanzó el 50 por 100 del PIB²⁸. A partir de la década de 1580, la República neerlandesa pudo instituir su propia versión del sistema italiano, en parte porque los españoles habían estado gestionando su sistema financiero absolutista a través de las ciudades neerlandesas durante siglos, pero también porque las provincias unidas eran pequeñas, estaban gestionadas por comerciantes y, gracias a sus vías fluviales y a su compacta geografía, eran fácilmente accesibles: La Haya no estaba a más de un día de viaje de las demás ciudades importantes. El discurso de la economía política anglo-escocesa surgió en parte como respuesta al desafío holandés, triunfando en última instancia de forma institucional, tras medio siglo de revolución, contrarrevolución y guerra civil, con la fundación del Banco de Inglaterra, instituido como rival del Banco de Ámsterdam, y el establecimiento del poder político *whig* para protegerlo²⁹.

²⁷ John Hicks, *A Theory of Economic History*, Oxford, 1973, capítulo 6.

²⁸ Carlos Álvarez-Nogal y Christophe Chamley, «Debt Policy Under Constraints: Philip II, the Cortes and Genoese Bankers», *Economic History Review*, vol. 67, núm. 1, 2014, pp. 192-213.

²⁹ John Brewer, *Sinews of Power: War, Money and the English State, 1688-1783*, Cambridge (MA), 1989; David Stasavage, *Public Debt and the Birth of the Democratic State: France and Great Britain, 1688-1789*, Cambridge, 2003. Se ha generado una enorme literatura sobre el «compromiso creíble» establecido a través de instituciones como los derechos de propiedad liberales y la existencia de bancos centrales independientes desde el clásico artículo de Douglass North y Barry Weingast, «Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in 17th-Century England», *Journal of Economic History*, vol. 49, núm. 4, diciembre de 1989, pp. 803-882. Sin embargo, las pruebas estadísticas citadas anteriormente por K. Rogoff, B. Rossi y P. Schmelzing, «Long-Run Trends in Long-Maturity Real Rates,

La ventaja de Europa en el ámbito de la deuda pública no se debió simplemente a que sus incesantes guerras generaran una demanda estatal de financiación; el sistema internacional también fue una fuente de suministro de ese crédito. Los bonos soberanos acreditados con la reputación suficiente circularon de modo masivo, hecho que resultó crucial para reducir sus tipos de interés. Las ciudades-Estado no podían seguir el ritmo; a finales de 1641, solo una séptima parte de la deuda consolidada de Venecia pertenecía a extranjeros y una gran parte del resto consistía en préstamos forzosos impuestos sobre sus propios ciudadanos; en comparación, los holandeses por sí solos poseían la cuarta parte de la deuda británica en 1762³⁰. Cualquiera puede emitir deuda; el reto es convencer a los demás para que la acepten. La importancia del sistema internacional puede apreciarse comparando el tipo real medio «global» con el tipo seguro del «principal emisor», que siempre es más bajo. Detrás de ello está el desarrollo desigual y combinado del capitalismo: los países capitalistas de segunda y tercera fila invierten en estos valores del Estado líder, mientras que la demanda de activos seguros que inunda los mercados de deuda del Estado capitalista líder crece desproporcionadamente en comparación con su emisión a medida que el sistema-mundo capitalista se expande. Así pues, las historias puramente nacionales del dinero no iluminan plenamente la historia de la deuda soberana. En efecto, el dinero está mediado social y políticamente por el Estado; pero el sistema interestatal es determinante para las potenciales

1311-2021», cit., no muestran ninguna ruptura de tendencia asociada a la Revolución Gloriosa de 1688 o a la fundación del Banco de Inglaterra en 1694, como esperaría la literatura posnorthiana, lo cual es realmente devastador para su argumento, ya que la escala del conjunto de datos del Banco de Inglaterra hace que las pruebas estadísticas para detectar rupturas de tendencia sean especialmente potentes. ¿Se equivocó la teoría? No necesariamente; los historiadores llevan mucho tiempo trabajando para demostrar que la «revolución financiera» asociada a la fundación del Banco de Inglaterra, proclamada originalmente por P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756*, Berkeley y Los Ángeles (CA), 1967, fue un proceso largo y prolongado, que se extendió durante décadas, si no siglos. Sobre este largo proceso, véase especialmente Carl Wennerlind, *Casualties of Credit: The English Financial Revolution, 1620-1720*, Cambridge (MA), 2011, y Christine Desan, *Making Money: Coin, Currency and the Coming of Capitalism*, Oxford, 2015, que analizan los cambios experimentados en la *common law* británica desde principios del siglo XVII.

³⁰ Luciano Pezzolo, «The Venetian Government Debt, 1350-1650», en Marc Boone, Karel Davids y Paul Janssens (eds.), *Urban Public Debts, Urban Governments and the Market for Annuities in Western Europe, 14th-18th Centuries*, Turnhout, 2003, p. 61-74; G. Arrighi, *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*, cit., p. 212. De hecho, según algunas estimaciones, un tercio de la totalidad de las inversiones británicas del siglo XVIII fueron financiadas por los holandeses: Matthew Klein y Michael Pettis, *Trade Wars Are Class Wars*, New Haven (CT), 2020, p. 69.

monedas mundiales y, por lo tanto, para el descenso de los tipos seguros que estamos analizando aquí³¹.

El resultado combinado de la construcción del Estado y de su reputación fue el descenso con el paso del tiempo de la prima de riesgo que los acreedores cobraban a los Estados, lo cual puede demostrarse de tres maneras. En primer lugar, como ha mostrado Schmelzing, la media ponderada de los tipos reales mundiales convergió hacia el tipo real del «principal emisor seguro» a un ritmo del 0,88 por 100 por siglo, lo que indica que la reducción de las primas de riesgo explica gran parte, pero no totalmente, la caída general de los tipos reales mundiales a principios de la era moderna. En segundo lugar, podemos comparar los empréstitos soberanos con otros activos considerados seguros en aquella época, en particular con las rentas de la tierra. El tipo real del «principal emisor seguro», esto es, el del bono soberano más seguro, convergió con las rentas de la tierra a un ritmo algo más lento, del 0,52 por 100 por siglo. Por último, podemos comparar los tipos de interés de las ciudades-Estado con los de las monarquías territoriales. Stasavage estima que en los prolegómenos de la era moderna las ciudades-Estado disfrutaron de una ventaja del 2 por 100 sobre las monarquías por término medio. Como sabemos por las dos primeras métricas que las primas de riesgo de los tipos territoriales estaban disminuyendo, esa estimación de 2 puntos implica una prima mucho más alta en los siglos XV y XVI y mucho más baja al final del periodo, esto es, hacia mediados del siglo XVIII³².

Por lo tanto, probablemente podamos afirmar que en el momento de la publicación de *Paper Credit* de Henry Thornton (1802) el principal Estado

³¹ Aquí es donde debemos lidiar con los críticos neochartalistas. ¿Por qué el Estado, como parte interesada primordial, no se limitó a emitir fichas a cambio de bienes y servicios y luego exigir su devolución en forma de impuestos para dar a las primeras un valor positivo? ¿Por qué fue necesario obtener lingotes de metales preciosos y otras formas de divisas? Aunque haría falta un libro para explicar el asunto en detalle, la respuesta sintética es el conflicto de clase existente en el seno del sistema-mundo. Los mercenarios extranjeros no tenían por qué pagar impuestos al Estado que los contrataba y, en cualquier caso, pensaban regresar a casa algún día; las meras fichas, que eran esencialmente créditos fiscales, no constituirían una compensación suficiente para arriesgar sus vidas en el campo de batalla. Lo mismo puede decirse de los comerciantes cosmopolitas. Además, los nobles nacionales no solían sentirse cómodos concediendo al rey el monopolio del crédito. La exposición clásica del razonamiento chartalista se halla en Georg Friedrich Knapp *The State Theory of Money* [Leipzig, 1905], Londres, 1924.

³² Para las tasas de convergencia por siglo, véase P. Schmelzing, «Eight Centuries of Global Real Interest Rates», cit., p. 28; para las primas de las ciudades-Estado, véase David Stasavage, *States of Credit: Size, Power and the Development of European Politics*, cit., p. 17.

capitalista, el imperio británico, había eliminado la mayor parte de sus primas de riesgo de impago. Los bajos costes del servicio de la deuda permitieron a Gran Bretaña mantener niveles de endeudamiento superiores al 200 por 100 del PIB durante las guerras napoleónicas³³. Y en la época en que Bagehot publicó *Lombard Street* (1873), los mercados monetarios de la City londinense ya eran muy líquidos. El resto de las economías del centro de la economía-mundo capitalista invirtieron el largo siglo XIX en alcanzar al Imperio británico respecto a estos parámetros. La mayoría de los bancos centrales se fundaron mucho más tarde que el Banco de Inglaterra (1694); de hecho, Estados Unidos no tuvo un banco central permanente propiamente dicho hasta 1913. Incluso entonces, asumir su papel de prestamistas de última instancia llevó tiempo y se extendió de forma desigual. Antes de 1914 la principal contribución de los bancos centrales a la reducción de los tipos de interés se produjo en tiempos de guerra, la cual no era infrecuente; solo a partir de 1945 la respuesta a los pánicos financieros verificados en tiempos de paz se convirtió en el motor dominante de los balances de situación de los bancos centrales. Asegurarse de que los activos financieros mantuvieran su valor durante las crisis adquirió cada vez mayor importancia a medida que el sistema financiero se expandía más allá de los confines regulados de la banca de mediados del siglo pasado en pos de un sistema global de finanzas basado en el mercado³⁴. A medida que las olas de liquidez bañaban los mercados financieros globales, satisfaciendo la preferencia por esta, los capitalistas comenzaron a aprovechar formas aún más modernas de inversión ilíquida, complicando la historia de la caída de los tipos de interés.

4. CICLOS CAPITALISTAS MODERNOS

Aproximándonos ahora a la consideración de estructuras de duraciones más reducidas que afectan a los tipos de interés en la actualidad, ¿qué explica la tendencia a la baja y sus diversas aceleraciones después de

³³ Patrick O'Brien y Philip Hunt, «England, 1485-1815», en R. Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815*, cit., p. 61. Por el contrario, la incapacidad del Estado francés para mantener políticas de reembolso creíbles debido a la incapacidad de la Corona para recaudar sus impuestos condujo a los elevados costes del servicio de la deuda y, en última instancia, al impago que detonó la Revolución Francesa. Gail Bossenga, «Financial Origins of the French Revolution», en Dale Van Kley y Thomas Kaiser (eds.), *From Deficit to Deluge: The Origins of the French Revolution*, Stanford (CA), 2011.

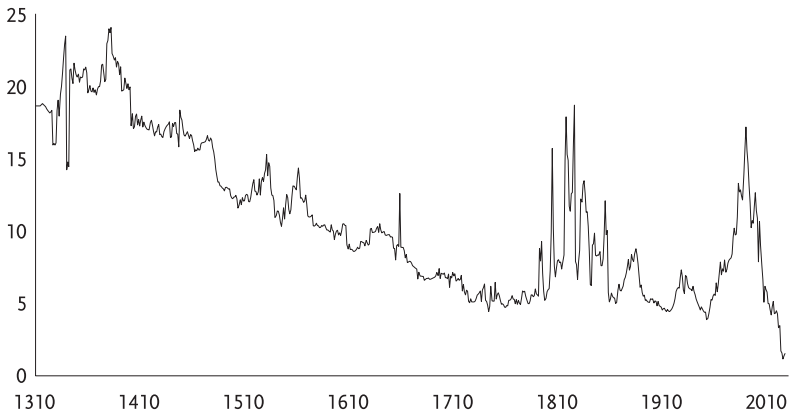
³⁴ Leon Wansleben, *The Rise of Central Banks: State Power in Financial Capitalism*, Cambridge (MA), 2023.

que el crisol de la modernidad temprana estableciera la tendencia hacia Estados fiscales sólidos y mercados monetarios líquidos.³ Aquí es donde las periodizaciones recíprocamente insertas entre sí resultan útiles, ya que si bien el periodo inicial de la modernidad constituye un periodo relativamente uniforme en lo referido a los descensos de los tipos, el periodo moderno, con el inicio del capitalismo industrializado y cada vez más urbanizado, resulta mucho más extraño.

Para hacernos una idea de este hecho dejemos a un lado los tipos de intereses reales por un momento y volvamos a los tipos nominales en cuyo caso determinadas características estadísticas son más pronunciadas visualmente por mor de los efectos compensatorios de la deflación (figura 3). A diferencia de los tipos reales globales, que muestran una única tendencia monosecular durante setecientos años (excluidas la Peste Negra y la ruptura de 1557), la caída de los tipos nominales se desaceleró en el largo siglo XIX. Además de esa línea basal más plana, podemos ver dos ciclos principales y dos secundarios de subidas de los tipos. El primer ciclo principal está asociado a la Revolución Francesa y a las guerras napoleónicas; los ciclos secundarios, registrados en los años 1860-1870 y en 1910, están vinculados respectivamente a las guerras de unificación nacional –estadounidense, alemana, italiana, japonesa– y a la Primera Guerra Mundial. Por importantes que sean para nuestra comprensión de la historia económica mundial, estos episodios no tienen una relación directa con nuestra situación actual. Por el contrario, lo que exige una explicación es el gran ciclo registrado durante el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial, que también resulta realmente visible en las series de tipos reales y sigue siendo un problema para nosotros.

En realidad, estos patrones –desaceleración de la caída de los tipos en el siglo XIX; un potente ciclo de subida de los tipos entre 1950 y 1975– deben descomponerse a su vez en múltiples procesos superpuestos. Ambos son producto de periodos de transición profundos pero temporales verificados en la historia del capitalismo, que ahora han llegado a su fin. De ahí la continuidad estadística de las series de tipos reales: desde la perspectiva de la historia larga del capitalismo, la «edad de oro» de mediados del siglo XX no fue más que un parpadeo, que ahora está volviendo a las tendencias a largo plazo.

FIGURA 3: *Media mundial de los tipos de interés nominales de la deuda soberana*



Fuente: Banco de Inglaterra.

Para comprender estas pautas de comportamiento debemos examinar el crecimiento desigual de la liquidez, el ahorro y la inversión a lo largo del tiempo. Para mantener un nivel estable de demanda agregada, cuando aumenta el deseo de ahorrar, el precio del endeudamiento debe bajar, mientras que el incremento de la inversión deseada tiene el efecto contrario: el aumento de los tipos de interés. Pero la propensión al ahorro es universal, constante y fuerte, porque bajo la incertidumbre impuesta por el capitalismo, no hay más remedio que acumular un colchón de precaución para los malos tiempos³⁵. La propensión a invertir, por otro lado, se halla notoriamente concentrada, es fugaz y con frecuencia muy débil. ¿Por qué involucrarse en las molestias acarreadas por la inversión productiva –construir una fábrica, conseguir materias primas, encontrar compradores, hacer frente a la agitación laboral– cuando resulta seguro, fácil y decentemente rentable simplemente prestar al gobierno comprando bonos? Los individuos en el capitalismo prefieren depósitos de valor seguro y líquidos. La pregunta, pues, deviene la siguiente: ¿qué provoca la inversión?

³⁵ Ch. Carroll, «Buffer-Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis», cit.; Christopher Carroll, Robert Hall y Stephen Zeldes, «The Buffer-Stock Theory of Saving: Some Macroeconomic Evidence», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1992, núm. 2, 1992, pp. 61-156; Christopher Carroll y Olivier Jeanne, «A Tractable Model of Precautionary Reserves, Net Foreign Assets, or Sovereign Wealth Funds», NBER Working Paper, núm. 15228, 2009.

5. EL ESTANCAMIENTO Y SUS TEÓRICOS

El estancamiento a largo plazo de la sociedad comercial ha sido objeto de debate desde la Ilustración. Smith preveía un «estado estacionario» una vez agotados los beneficios de la especialización y el comercio. En un país que «hubiera adquirido toda la panoplia de riquezas que la naturaleza de su suelo y su clima, así como su situación con respecto a otros países, le permitieran adquirir y que, por lo tanto, no pudiera avanzar más pero que tampoco retrocediera, tanto los salarios del trabajo como los beneficios rendidos por las acciones [incluida la deuda] serían probablemente muy bajos». Malthus y Ricardo equilibraban el crecimiento de la población con la tierra, que en última instancia era limitada. El sistema hegeliano rechazó esta visión clásica del reposo eventual e insistió, con Hobbes, en que la modernidad se caracterizaba por un «perpetuo e inquieto deseo de poder tras poder, que solo cesa con la muerte». Los Estados podrían canalizar este impulso hacia el imperialismo con el objetivo de fortalecer la estabilidad social en casa, pero tal solución sería imposible a escala mundial³⁶.

En 1898 el banquero corporativo y diplomático del dólar Charles Conant recicló este punto de vista para el gran público estadounidense. Su artículo «The Economic Basis of “Imperialism”» publicado en la *North American Review* explicaba que la «congestión de capital» detectada en los países desarrollados hacía bajar los tipos de interés, siendo «el resultado de una ley natural de desarrollo económico y racial», que obligaba a las partes más avanzadas del mundo a invertir en zonas que aún carecían de capital. La crisis económica de la década de 1890, que Conant diagnosticó como el resultado de un exceso de ahorro que no encontraba salida para su inversión, no era particularmente novedosa como acontecimiento mundial:

Las ciudades florentinas percibieron que el capital se acumulaba en sus manos más allá de la capacidad de su empleo seguro y se vieron obligadas a hacer préstamos precarios a reyes extranjeros. Holanda se enfrentó a una congestión de capital en los días de su gran supremacía marítima, cuando el dinero buscaba en vano inversiones al 2 por 100, mientras el enloquecimiento de la burbuja de los tulipanes ilustraba la tendencia a la especulación que tales condiciones fomentan. Inglaterra se vio afectada por semejante congestión de capital en los primeros tiempos de los Estuardo,

³⁶ Albert Hirschman, «On Hegel, Imperialism and Structural Stagnation», *Journal of Development Economics*, vol. 3, núm. 1, marzo de 1976, pp. 1-8.

cuando la prosperidad y la grandeza comercial comenzaron a proporcionar pequeños ahorros comerciales a los ingleses, y de nuevo a mediados del siglo pasado, cuando el 3 por 100 se cotizaba al 107 por 100. En cada uno de estos casos el mundo distaba mucho de ser rico y no podía decirse que el ahorro existiera en exceso en el sentido de que hubiera más que suficiente para todos. Pero la cuestión del capital congestionado es una cuestión práctica, no sentimental³⁷.

Si el socialismo podría aliviar al capitalismo de su congestión es algo que Conant descartaba de plano. La guerra y el imperio siempre habían sido la fórmula para la expansión fiscal y Conant saludó la guerra hispano-estadounidense de 1898 como un signo de madurez y salud capitalista. Durante la Gran Depresión, pensadores de todo el espectro político, de Keynes a Schumpeter, abordaron el problema del estancamiento capitalista sin tantos prejuicios. *La ley de la acumulación y del derrumbe del sistema capitalista* (1929) del economista polaco Henryk Grossman, la joya de la corona de la Escuela de Frankfurt antes de que Horkheimer se convirtiera en su director de investigación, es una reconsideración del papel desempeñado por la teoría del derrumbe capitalista en el Marx maduro. El keynesiano estadounidense Alvin Hansen elaboró la teoría, que se hizo muy popular, del «estancamiento secular», argumentando que el cierre de la frontera, la transición demográfica y el agotamiento de las nuevas tecnologías significaban que la inversión privada ya no sería lo suficientemente alta como para sostener el pleno empleo, de ahí la necesidad de que la inversión pública cubriese la diferencia³⁸.

Los alumnos de Hansen, entre los que se contaba un jovencísimo Paul Sweezy, elevaron su concepto de estancamiento secular a teoría de la historia. En un texto de investigación titulado *An Economic Programme for American Democracy*, siete estudiantes de las Universidades de Harvard y Tufts sostenían que había llegado una nueva etapa en la evolución humana y que solo una democracia social plena estaba a la altura de la tarea de socializar la inversión a la escala necesaria para proporcionar pleno empleo, estabilidad social y libertad moderna. La alternativa, en

³⁷ Charles Conant, «The Economic Basis of "Imperialism"», *North American Review*, vol. 167, núm. 502, septiembre de 1898, pp. 326-340. Sobre Conant, véase también mi «Imperial Fed», *Phenomenal World*, 30 de marzo de 2023.

³⁸ Alvin Hansen, «Economic Progress and Declining Population Growth», *American Economic Review*, vol. 29, núm. 1, marzo de 1939, pp. 1-15; véase también Roger Backhouse y Mauro Boianovsky, «Secular stagnation: The History of a Macroeconomic Heresy», *European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 23, núm. 6, 2016.

su opinión, era un gobierno militar a escala del mundo atlántico y un eventual «holocausto de matanzas y derramamiento de sangre»³⁹.

Unos años más tarde, exiliado en Oxford en tiempos de guerra, el economista político polaco Michał Kalecki expuso su teoría de lo que había ido mal. Los capitalistas se resistían a la inversión pública a pesar del aumento de beneficios que conllevaba, explicaba, porque eliminaba su influencia sobre la sociedad y el Estado. La función social de unas «finanzas sanas» era hacer que el nivel de empleo dependiera del «estado de confianza», escribió. En un régimen de pleno empleo permanente, «el despido» dejaría de desempeñar su papel como medida disciplinaria; la «disciplina en las fábricas» y la «estabilidad política» eran más importantes para los líderes empresariales que los beneficios⁴⁰. En las sociedades capitalistas, por lo tanto, la gestión de la demanda a lo largo del ciclo económico tendía a adoptar la forma de la «estimulación» –soborno– de la inversión privada mediante la introducción de recortes de impuestos y reducción de los tipos de interés. Pero a menos que se subieran los tipos durante cada periodo de expansión económica, lo cual proporcionaría potencia de fuego para la siguiente crisis, cada nueva recesión ejercería un efecto reductor acumulativo, desencadenando una tendencia irregular a la baja de los tipos con el paso del tiempo, que es exactamente la situación que observamos en los datos anteriores. Solo los Estados fascistas, que garantizan el orden en las fábricas y en las calles, serían capaces de aumentar la inversión pública como forma de garantizar el pleno empleo, especulaba Kalecki, y ello tan solo provocando la consabida carrera armamentística, proceso que «termina inevitablemente en la guerra».

Por muy clarividentes que fueran, las ideas de Hansen, Kalecki y sus seguidores fueron rápidamente dejadas de lado después de 1945. Los *trente glorieuses* y el Estado del bienestar parecieron desacreditar su pesimismo, a pesar de las vigorosas expansiones económicas provocadas por las guerras de Corea y de Vietnam⁴¹. Hoy las reflexiones sobre la tasa de inversión y sobre los tipos de interés de estos teóricos parecen

³⁹ Richard Gilbert, George Hildebrand Jr, Arthur Stuart, Maxine Yaple Sweezy, Paul Sweezy, Lorie Tarshis y John Wilson, *An Economic Programme for American Democracy*, Nueva York, 1938, p. 91.

⁴⁰ Michał Kalecki, «Political Aspects of Full Employment» [1943], en *The Last Phase in the Transformation of Capitalism*, Nueva York 1972.

⁴¹ Tim Barker, «Macroeconomic Consequences of Peace: American Radical Economists and the Problem of Military Keynesianism, 1938-1975», *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, vol. 37, mayo de 2019.

prescientes para su tiempo. Retomando su razonamiento allí donde lo dejaron estos pensadores, la tarea ahora es comprender cómo y con qué implicaciones el sistema económico del siglo XXI ha llegado a ahogarse en su propia liquidez.

6. INCENTIVOS DEFECTUOSOS

Cuando nuestro análisis, paulatinamente más focalizado, se aproxima al presente, resulta de recibo prestar especial atención a Estados Unidos en tanto que proveedor principal y dominante de activos seguros. Como veremos, lo que ha mantenido básicamente los tipos de interés estables o incluso al alza durante los últimos ciento cincuenta años ha sido el resultado de una serie de transiciones irrepetibles, que ahora se aproximan a su final. El periodo 1945-1980 fue un periodo dulce realmente extraño de cesuras superpuestas en Estados Unidos: el *baby boom*, la compresión de la renta y el final de la segunda revolución industrial convergieron con el poder de una clase obrera organizada y con un brusco salto del tamaño del Estado fiscal inducido por la guerra, que desencadenó una expansión inflacionista. El resultado fue un aumento de los tipos de interés nominales, pero un descenso continuado de los tipos reales, corregidos por la inflación. Dado que la mayor parte de la sabiduría convencional sobre lo que es «normal» en la dinámica capitalista se formó en medio de estos paréntesis, habrá que replantearse gran parte de ella. Como primer paso, podemos observar las tendencias de lo que históricamente han sido los cuatro incentivos más importantes para propiciar la inversión y, por lo tanto, para mantener altos los tipos de interés: la frontera capitalista, las nuevas tecnologías, la expansión demográfica y la demanda de consumo; estos factores cobran especial importancia cuando se combinan entre sí.

La frontera. La frontera ha sido una constante en la historia del mundo capitalista, desde Siberia hasta la Amazonía⁴². Ha implicado siempre un terrible y sangriento proceso de expansión imperial. En Estados Unidos, la expansión del espacio capitalista en nuevos territorios permitió la réplica de las formaciones sociales europeas proyectadas hacia el oeste mediante la construcción de más granjas, más carreteras, más

⁴² Sven Beckert, Ulbe Bosma, Mindi Schneider y Eric Vanhaute, «Commodity Frontiers and the Transformation of the Global Countryside: A Research Agenda», *Journal of Global History*, vol. 16, núm. 3, pp. 435-450, junio de 2021.

municipios. En resumen, constituyó una inmensa incitación a la inversión productiva. Cuando el proceso de expansión imperial se unió a la revolución industrial en el siglo XIX, la «revolución de los colonos» se aceleró exponencialmente. La existencia de un mayor espacio capitalista propició una división más avanzada del trabajo, al tiempo que el desarrollo de las cadenas de mercancías y la creación de un mercado de mayores dimensiones para los bienes producidos animaron a los capitalistas a aprovechar los crecientes rendimientos de escala para destinar aún más ahorros a la inversión productiva⁴³. Sin embargo, cuando las fronteras imperiales mundiales se cerraron en torno a 1900 y este objetivo para la inversión se amortiguó, los tipos empezaron a caer de nuevo; recordemos las preocupaciones expresadas en 1898 por Conant sobre la escasez de inversión, que comparaba con precedentes crisis de acumulación registradas en Florencia, Holanda e Inglaterra.

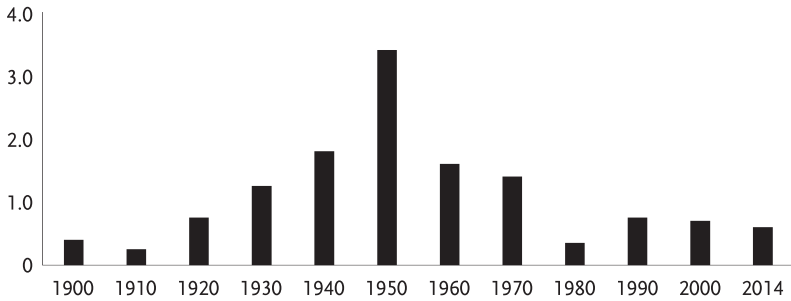
Tecnología. Un segundo factor, sin embargo, estaba esperando entre bastidores: la nueva tecnología puede inducir inversión productiva. Las empresas que quieren seguir siendo competitivas, los empresarios que fantasean con la creación de nuevos mundos y los gobiernos que quieren seguir o directamente superar el ritmo de sus rivales pueden desear endeudarse para invertir en capital productivo⁴⁴. A partir de 1870 la segunda revolución industrial indujo una ronda masiva de inversiones fijas que duró hasta 1970, después de lo cual los beneficios de la nueva tecnología comenzaron a ofrecer una rentabilidad decreciente (figura 4). Desde entonces las economías avanzadas han asistido a la caída de sus tasas de inversión, mientras las empresas se han mostrado menos dispuestas a modernizar o expandir su capital fijo. La presión al alza sobre los tipos de interés ejercida por la tecnología industrial se ha tornado vacilante⁴⁵.

⁴³ James Belich, *Replenishing the Earth: The Settler Revolution and the Rise of the Angloworld, 1783-1939*, Oxford, 2009; Jonathan Scott, *How the Old World Ended: The Anglo-Dutch-American Revolution, 1500-1800*, New Haven (CT), 2020; Steven Topik and Allen Wells, *Global Markets Transformed, 1870-1945*, Cambridge (MA), 2014.

⁴⁴ Antonin Bergeaud, Gilbert Cette y Rémy Lecat, «The Circular Relationship Between Productivity Growth and Real Interest Rates», Banque de France Working Paper, núm. 734, octubre de 2019.

⁴⁵ Robert J. Gordon, *The Rise and Fall of American Growth: The US Standard of Living since the Civil War*, Princeton (NJ), 2017.

 FIGURA 4: *Crecimiento de la productividad total de los factores estadounidense, 1900-2014.*



Fuente: Robert J. Gordon, *Rise and Fall of American Growth*, 2017.

La desaceleración del crecimiento de la productividad corresponde a la transición industrial de las economías occidentales hacia el sector servicios, hecho que ha tenido múltiples efectos sobre la inversión. La transición ha cambiado la naturaleza del propio capital, ralentizando la dinámica del sector privado y alterando la mecánica de la gestión de la demanda agregada por parte del Estado. Dado que el trabajo efectuado en la prestación de servicios no suele ser susceptible de experimentar mejoras tecnológicas, requiere una rotación menos rápida del equipo de capital y, por lo tanto, menos inversión total, lo cual significa que los bancos centrales ya no necesitan afanarse para frenar los auges inflacionistas ligados a la inversión aplicando las consabidas subidas de los tipos de interés, lo cual alivia la presión al alza ejercida sobre los mismos⁴⁶. Asimismo, las presiones inflacionistas sobre la inversión se han visto ulteriormente amortiguadas, porque los precios de los bienes de capital han caído de modo continuo al menos desde la década de 1950, permitiendo que cualquier cantidad dada de gasto de inversión sea más productiva, lo cual ha reducido los desembolsos totales necesarios para mantener el ritmo de las cambiantes condiciones del mercado. De acuerdo con determinados cálculos, el precio de los bienes de capital ha descendido en un porcentaje tan espectacular como el 75 por 100 durante los últimos setenta años⁴⁷.

⁴⁶ Aaron Benanav, *Automation and the Future of Work*, Londres y Nueva York, 2020; Dietrich Vollrath, *Fully Grown: Why a Stagnant Economy Is a Sign of Success*, Chicago (IL), 2020.

⁴⁷ William Collins y Jeffrey Williamson, «Capital Goods Prices and Investment, 1879-1950», *Journal of Economic History*, vol. 61, núm. 1, 2001, pp. 59-94; Robert J. Gordon, *The Measurement of Durable Goods Prices*, Chicago (IL), 1990. Para la estimación del

Además, la política monetaria se ha vuelto menos eficaz como herramienta para combatir las recesiones en la economía de servicios. Cada desaceleración exige una respuesta más contundente que la anterior para garantizar la compensación del descenso de la eficacia de la política monetaria, lo cual ejerce un efecto reductor acumulativo sobre los tipos de interés. En parte, ello se debe a que la composición del gasto de inversión ha cambiado: las categorías de inversión que son sensibles a los tipos de interés –bienes de equipo, bienes duraderos, estructuras– son menos importantes hoy en día, mientras que las categorías insensibles al comportamiento de los tipos de interés, la propiedad intelectual en particular, se han vuelto más importantes. En Estados Unidos, las inversiones en propiedad intelectual representaban menos del 1 por 100 del PIB en la década de 1950, pero hoy constituyen al menos el 5 por 100. Dado que las inversiones en propiedad intelectual son menos sensibles a los tipos de interés –las empresas farmacéuticas, por ejemplo, mantienen a sus científicos trabajando todo el año, independientemente de las condiciones del mercado–, las autoridades monetarias deben pisar más el acelerador, bajando aún más los tipos para lograr el mismo nivel de recuperación⁴⁸.

Por último, los bienes de capital se producen ahora globalmente y muchos se importan, situación que recuerda más al mundo anterior a 1914 que a las economías nacionales autónomas de mediados del siglo xx. Una de las consecuencias de ello es que el gasto en inversión ya no impulsa el empleo, los salarios o el consumo domésticos con tanta fuerza como lo hacía en el pasado. Los bienes de capital importados representaban tan solo el 3,5 por 100 de la inversión en bienes de equipo en 1967, pero en 2008 este porcentaje se había multiplicado por diez hasta alcanzar el 36 por 100; en cuanto al «equipo y bienes duraderos», la proporción de las importaciones ha aumentado del 7 al 42 por 100 desde 1960 hasta el momento presente. Mientras que en 1966 un gasto de inversión de 100 dólares generaba 60 dólares de valor en salarios

75 por 100 de la caída de los precios de los bienes de capital, véase Barry Eichengreen, «Secular Stagnation: The Long View», *American Economic Review*, vol. 105, núm. 5, mayo de 2015, p. 68.

⁴⁸ Justin Bloesch y Jacob Weber, «Structural Changes in Investment and the Waning Power of Monetary Policy», Harvard Economics Working Paper, 22 de marzo de 2021. Véase también Herman Mark Schwartz, «Global Secular Stagnation and the Rise of Intellectual Property Monopoly», *Review of International Political Economy*, vol. 29, núm. 5, 2022, pp. 1448-1476 sobre los fundamentos sociales e institucionales de la estrategia corporativa respecto a la propiedad intelectual.

domésticos, este porcentaje había caído a 45 dólares en 2010⁴⁹. De nuevo, esto significa que la política de tipos de interés practicada por los bancos centrales ha perdido gran parte de su efecto –hasta el 38 por 100 únicamente por estas dos dinámicas– como herramienta para combatir las recesiones, contribuyendo al efecto acumulativo a la baja que observamos en los datos. No solo es más difícil para la política monetaria crear inversión en nuestra economía de servicios globalizada, sino que el gasto de inversión que la misma puede inducir no genera tanto empleo, salarios o consumo.

Expansión demográfica. El tercer factor que históricamente ha fomentado la inversión es el crecimiento demográfico. Este factor es similar en ciertos aspectos a la frontera capitalista. En vez de tratarse de una comunidad que se expande en el espacio a medida que las fronteras son desplazadas paulatinamente, en este caso se trata de una población que crece con el tiempo, lo cual induce la inversión a medida que los capitalistas chocan con las limitaciones de capacidad, los ingresos monetarios crecen más rápidamente y las empresas se expanden para explotar la existencia de una mayor base de consumidores. Tanto el crecimiento acelerado del consumo, como el aumento de la inversión tienden a elevar los tipos de interés. El denominado «asentamiento de Occidente» en América consistió tanto en la expansión de las fronteras como en el aumento de la población, impulsada esta por oleadas masivas de inmigración. Sin embargo, las restricciones a la inmigración impuestas por Estados Unidos en 1924 agravaron los efectos del cierre de las fronteras mundiales acaecido tres décadas antes. El declive demográfico que preocupó a Hansen durante la década de 1930 fue, en gran medida, autoinfligido.

A escala mundial, la «transición demográfica», esto es, la reducción de las tasas de mortalidad, acompañada por un descenso aún mayor de las

⁴⁹ El cálculo del comportamiento de los salarios/inversiones nacionales es el siguiente. Un dólar más de inversión en el bien de capital A producirá directamente unos ingresos para la fuerza de trabajo nacional equivalentes a: (participación de la fuerza de trabajo en la renta del sector del bien de capital A) \times (1 – la participación de las importaciones en el gasto total efectuado en el bien de capital A). Teniendo en cuenta la ligera caída de la participación de la fuerza de trabajo en los sectores de bienes de equipo y duraderos, tenemos la siguiente situación para nuestros dos periodos temporales: 0,6 \$ (= 0,65 \times 0,93) y 0,35 \$ (= 0,6 \times 0,58). La cifra superior de 45 dólares que figura en el texto se explica por el aumento de la propiedad intelectual, que presenta una mayor participación de la fuerza de trabajo y una menor participación de las importaciones. El cálculo completo se encuentra en J. Bloesch y J. Weber, «Structural Changes in Investment and the Waning Power of Monetary Policy», cit., que tiene en cuenta la depreciación y los efectos multiplicadores del consumo.

tasas de natalidad, se ha producido de forma desigual; no se ha verificado correlación alguna ni con la inmigración ni con las fronteras. Sin embargo, su efecto final ha sido un menor crecimiento de la población en las economías avanzadas. El breve auge de la natalidad registrado después de la Segunda Guerra Mundial invirtió inicialmente esta tendencia, contribuyendo a la «edad de oro» del capitalismo de posguerra, ya que las empresas ampliaron su capacidad para servir a un mercado de consumo más amplio. Este proceso se había desvanecido, sin embargo, mucho antes de que concluyera el siglo pasado. Nos encontramos, pues, al final de la segunda gran cesura de la historia del capitalismo: a la expansión demográfica masiva registrada tras el levantamiento de la restricción malthusiana le sigue ahora un periodo de reducción de la fecundidad. El punto máximo de crecimiento demográfico mundial, el 2 por 100 anual, se alcanzó a finales de la década de 1960. Desde entonces, la tasa mundial de fecundidad ha descendido del 4,5 al 2,5 por 100 (justo por encima del 2,1 por 100 necesario para mantener una población constante) y, en consecuencia, el crecimiento de la población se redujo al 1,2 por 100 en 2015. En las próximas décadas, Naciones Unidas prevé una disminución a escala mundial de la población, que incluirá el inicio del declive demográfico a gran escala de Asia oriental durante la década de 2030, previéndose que el crecimiento de la población de Asia meridional alcance su punto máximo en la década de 2060, mientras que el África subsahariana seguirá creciendo hasta finales del siglo XXI, pero iniciando una rápida desaceleración antes de 2050⁵⁰.

En el siglo XXI, la población declina en la totalidad del mundo desarrollado. Japón se halla en la vanguardia de este proceso, hecho que puede haber contribuido a sus tipos de interés próximos a cero registrados durante la década de 1990, diez años antes que en el resto de Occidente. Europa le sigue de cerca y China pronto se enfrentará a presiones

⁵⁰ UN, *World Population Prospects 2022*. Estas proyecciones constituyen un límite superior, porque la modelización demográfica de Naciones Unidas en la que se basan está casi con toda seguridad muy mal especificada. Desde la década de 1950 han utilizado tendencias deterministas para modelar los patrones de fertilidad, mortalidad y migración; únicamente desde 2010 han introducido variaciones estocásticas, que permiten cierta estimación de la incertidumbre en las previsiones. El artículo de Stein Emil Vollset *et al.*, «Fertility, Mortality, Migration and Population Scenarios for 195 Countries and Territories from 2017 to 2100», *The Lancet*, vol. 396, 1 de octubre de 2020, es una fuente más sofisticada de proyecciones sobre la demografía futura, que prevé desaceleraciones más bruscas y descensos más pronunciados. Utilizo las cifras conservadoras de la ONU, ya de por sí bastante severas, como límite superior para evitar proyecciones catastrofistas.

demográficas aplastantes. La fuerza de trabajo china lleva disminuyendo desde 2017 y su población total también ha entrado en declive, siendo la previsión que la población china disminuya a un ritmo anual de 6 millones a mediados de la década de 2040 y de 12 millones anuales a finales de la década de 2050. Entre las grandes potencias solo Estados Unidos verá crecer su población durante la totalidad del siglo XXI, debido en gran parte a la inmigración, cuyo régimen ha sido reformado regularmente desde 1964⁵¹.

Economistas, demógrafos y agencias estadísticas públicas se muestran de acuerdo en que no hay perspectivas de que tal tendencia se revierta. Un número cada vez mayor de países aplica en la actualidad políticas pronatalistas, pero la evidencia sigue indicando que sencillamente no funcionan; los aumentos registrados a corto plazo de las tasas de natalidad van seguidos de una vuelta a la tendencia a largo plazo⁵². Los modelos económicos de la fertilidad sugieren que, a medida que aumentan los ingresos familiares, las familias deciden tener más hijos; pero también que a medida que aumentan los ingresos de las mujeres, como ocurrió con la entrada acelerada de las mismas en la población activa estadounidense a partir de la década de 1960, la fertilidad disminuye; aunque los patrones transversales han cambiado durante las últimas décadas, los hechos generales de las series temporales siguen siendo los mismos⁵³. Pero las principales variables, que explican más del 80 por 100 de la variación registrada en los distintos países, son los niveles de educación femenina y el acceso al control de natalidad. No es un misterio, por lo tanto, por qué los mayores descensos de la fertilidad se han observado entre las adolescentes, ni por qué la mayor parte de la caída registrada es resultado de la disminución de los primeros nacimientos en vez de los segundos o terceros⁵⁴. La transición demográfica es un gran logro cultural.

⁵¹ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2022). *World Population Prospects 2022: Online Edition*; Pew Research Center, «Modern Immigration Wave Brings 59 Million to US Driving Population Growth and Change Through 2065: Views of Immigration's Impact on US Society Mixed», Washington DC, septiembre de 2015.

⁵² Elizabeth Brainerd, «Can Government Policies Reverse Undesirable Declines in Fertility?», *IZA World of Labour*, mayo de 2014.

⁵³ Matthias Doepke, Anne Hannusch, Fabian Kindermann y Michèle Tertilt, «The Economics of Fertility: A New Era», NBER Working Paper, núm. 29948, abril de 2022.

⁵⁴ Melissa Kearney, Phillip Levine y Luke Pardue, «The Puzzle of Falling US Birth Rates since the Great Recession», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 36, núm. 1, invierno de 2022.

¿Qué efectos tendrá el nuevo régimen demográfico sobre los tipos de interés? Un crecimiento más lento de la población significa menos consumidores para que las empresas se preparen para venderles sus productos invirtiendo en nueva capacidad productiva, pero también significa menos ahorradores para validar esa inversión *a posteriori*. Consideradas conjuntamente, ambas fuerzas podrían anular sus recíprocos efectos opuestos sobre los tipos de interés. Más importantes son los ineluctables efectos de la ralentización del crecimiento demográfico sobre la distribución por edades. En las últimas fases de la transición demográfica, la masa de la población se desplaza hacia arriba y los segmentos de mayor edad de la población son más importantes en el ámbito económico. Los mayores de 50 años han aumentado su porcentaje medio de la población mundial del 15 al 25 por 100 desde la década de 1950; se espera que constituyan del 40 por 100 en 2100. Se verifica, pues, un efecto de composición que define cuántas personas son jóvenes, de mediana edad o jubiladas: la existencia de menos jóvenes que se endeudan para comenzar sus vidas y de más personas de 50 años que acumulan sus ahorros ganados a lo largo de su vida antes de la jubilación significa menos inversión deseada y más ahorro deseado, lo cual implica una presión a la baja inequívoca sobre los tipos de interés⁵⁵.

¿Podría el incremento de las personas jubiladas (que ahora están desahorrando) compensar esa presión a la baja? No con tanta fuerza como sugieren algunas imaginaciones pesimistas. Desde la década de 1990 ha existido un temor persistente por el posible «colapso del mercado de activos», ya que los *boomers*, esto es, los nacidos entre 1946 y 1963, se jubilan y retiran sus ahorros del sistema financiero, empujando los tipos de interés al alza y las valoraciones de los activos a la baja. La experiencia de Japón y la ausencia de tal espiral descendente convencieron a muchos observadores de que se trataba de un argumento infundado. El argumento se ha reactivado recientemente como la «gran inversión demográfica», sugiriendo que Japón puede haber sido una excepción, dado que su declive demográfico pudo compensarse mediante la deslocalización de determinados segmentos de su base industrial a China al hilo de su proceso de crecimiento, mientras que hoy en día todo el mundo avanzado se enfrenta a la misma situación de estancamiento demográfico⁵⁶. En Estados Unidos,

⁵⁵ Adrien Auclert, Hannes Malmberg, Frederic Martenet y Matthew Rognlie, «Demographics, Wealth and Global Imbalances in the Twenty-First Century», NBER Working Paper, núm. 29161.

⁵⁶ Charles Goodhart y Manoj Pradhan, *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality and an Inflation Revival*, Nueva York, 2020.

por ejemplo, la curva normal de la edad se está desplazando suavemente hacia arriba –la mediana de edad era de 28 años en 1968 y ha subido hasta los 38 en la actualidad; se prevé que sea de 42 en 2065– sin llegar a los 70 a medida que los *boomers* se jubilen⁵⁷. Dado que las personas de entre 40 y 50 años son, por término medio, más productivas, ganan más dinero, tienen mayores ahorros acumulados a medida que se acercan a la jubilación y viven más tiempo, es probable que el resultado sea una relación capital-producto más elevada para el conjunto de la economía mundial. Por último, aunque existen razones intuitivas obvias para imaginar que los jubilados son desahorradores netos, empíricamente la cuestión es más ambigua: la variación del volumen de los ahorros acumulados por los jubilados está sobredeterminada por la enorme riqueza del 1 por 100 más rico, que tiende a seguir la estrategia de mantener sus tesoros hasta una edad muy avanzada para así dotar mejor a la próxima generación de su dinastía⁵⁸.

Hay en curso un vivo debate sobre la magnitud del peso de las tendencias demográficas sobre los tipos de interés. Las estimaciones oscilan en descensos situados entre el 1 y el 3 por 100, que son cifras elevadas, dada la media del 2 por 100 de rentabilidad real de los bonos del Tesoro estadounidense a largo plazo registrada durante el siglo xx, si bien los modelos más sofisticados sitúan esa reducción más cerca del extremo medio e inferior del espectro⁵⁹. Esta dispersión refleja diferencias reales de opinión, datos y estrategia de modelización por parte de los investigadores, pero también expresa la irregularidad de la propia transición demográfica. Las poblaciones de los distintos países están cambiando a ritmos diferentes, lo cual tiene diferentes implicaciones para las dinámicas del capital. Este hecho empeorará previsiblemente los desequilibrios globales, ejerciendo presiones a la baja sobre los tipos de interés en el centro del sistema-mundo capitalista. En particular, la creciente demanda de

⁵⁷ Pew Research Center, «Modern Immigration Wave Brings 59 Million to US, Driving Population Growth and Change Through 2065», 28 de septiembre de 2015.

⁵⁸ Atif Mian, Ludwig Straub y Amir Sufi, «What Explains the Decline in r^* ? Rising Income Inequality versus Demographic Shifts», *Proceedings of the 2021 Jackson Hole Symposium*, agosto de 2021.

⁵⁹ Etienne Gagnon, Benjamin Johannsen y David López-Salido, «Understanding the New Normal: The Role of Demographics», *IMF Economic Review*, marzo de 2021, estiman que la demografía fue responsable del descenso del 1 por 100 de los tipos de interés reales entre 1970 y 2015, mientras que Gauti Eggertsson, Neil Mehrotra y Jacob Robbins, «A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 11, núm. 1, enero de 2019, sugieren la cifra del 3 por 100.

activos seguros por parte del resto del mundo ejercerá presión sobre los mercados de capitales estadounidenses, de modo que los tipos de interés estadounidenses no solo sentirán los efectos de la transición demográfica nacional; Wall Street y el Departamento del Tesoro se enfrentarán también a la demanda de activos seguros por parte de un mundo que masivamente envejece.

Poder adquisitivo de los consumidores. Por último, la compresión de la renta y la riqueza registrada a mediados del siglo pasado creó un mercado de consumo masivo en Estados Unidos, que indujo la inversión productiva para satisfacer a las nuevas clases medias. Sin embargo, desde el inicio del periodo neoliberal, el problema del exceso de ahorro se ha visto agravado por el aumento de la desigualdad. Quienes se encuentran en la cúspide de la escala de ingresos ahorran mucho más que los trabajadores, cuyo consumo es esencialmente de subsistencia. Las consecuencias macroeconómicas para los tipos de interés de este cambio en el equilibrio del poder de clase están comenzando a ser explorados económicamente.

Entre 1953 y 2019 los microdatos de la *Survey of Consumer Finances (Plus)* muestran que, mientras el 10 por 100 de la población más rica ahorra el 20 por 100 de sus ingresos en un año promedio, el 40 por 100 siguiente apenas ahorra el 8 por 100, mientras que el 50 por 100 más pobre solo puede ahorrar el 1,5 por 100⁶⁰. A medida que empeora la desigualdad, se verifica «un enorme exceso de ahorro por parte de los ricos», que, sin embargo, no pueden prestar, si nadie quiere pedir prestado. Sin inversión adicional para absorber el nuevo ahorro deseado de los ricos⁶¹, la cual brilla por su ausencia por todas las razones expuestas anteriormente, o bien el crecimiento debe ralentizarse o bien alguien más debe desahorrar. El papel de los neorentistas –prestar a las clases bajas para que puedan seguir consumiendo a través del endeudamiento– se ha convertido en una propuesta cada vez más atractiva, ya que los bancos han creado nuevos instrumentos financieros que prometen reducir el riesgo aparejado a estos préstamos. Para inducir ese endeudamiento adicional,

⁶⁰ A. Mian, L. Straub y A. Sufi, «What Explains the Decline in r^* ? Rising Income Inequality versus Demographic Shifts», cit., p. 15. Véase también Adrien Auclert y Matthew Rognlie, «Aggregate Demand and the Top 1 Percent», *American Economic Review*, vol. 107, núm. 5, mayo de 2017, e «Inequality and Aggregate Demand», NBER Working Paper, núm. 24280, enero de 2020.

⁶¹ Atif Mian, Ludwig Straub y Amir Sufi, «The Saving Glut of the Rich», NBER Working Paper, núm. 26941, abril de 2020.

los tipos de interés deben bajar. Se calcula que, por sí sola, la «subida del 1 por 100» registrada durante los últimos cuarenta años ha provocado un descenso de los tipos de interés reales de entre el 0,45 y el 0,85 por 100⁶².

7. EL RETORNO DE LA HISTORIA

La competencia interimperial, la incertidumbre radical que provoca la preferencia por la liquidez y que hace que la propensión a ahorrar supere a la propensión a invertir, el agotamiento de las fronteras, la transición demográfica, los altos y crecientes niveles de desigualdad y la gestión del ciclo empresarial son todos ellos procesos inherentes al desarrollo capitalista. Cada uno tiene su propia periodicidad, que se produce a una velocidad y ritmo distintos, y su propio horizonte temporal, pero al superponer cada uno de estos periodos queda claro que el tiempo capitalista tiene una poderosa direccionalidad, que muestra una característica específica, a saber, la tendencia a la caída del tipo de interés. Hoy en día, cuando los tipos de interés nominales alcanzan su límite inferior efectivo cada vez con mayor frecuencia y, dejando de lado el breve repunte actual de los tipos principales, las presiones a la baja sobre los tipos de interés reales siguen sin disminuir, parece que nuestros tiempos se están abriendo. Aunque es probable que nos acompañe durante algún tiempo más, la direccionalidad capitalista se presenta más como un problema que como una guía. ¿Qué vamos a hacer en un mundo en el que el capital líquido es cada vez más abundante?

Podemos esbozar al menos tres escenarios para el futuro previsible. En primer lugar, la aparición de determinadas tecnologías de uso general (¿baterías eficientes? ¿informática cuántica? ¿captura de carbono? ¿viajes espaciales?) podría inducir una inversión privada productiva, restaurando temporalmente el valor de la escasez del capital a medida que se canaliza hacia nuevas empresas. Un segundo *baby boom* sorpresa o una reforma del sistema *hukou* (el sistema de control de la migración interna) de la República Popular China podrían tener un efecto similar. Olas de este tipo ya han causado antes ondas en la corriente del tiempo capitalista, que en ciertas ocasiones se han prolongado durante generaciones. A la postre, sin embargo, esto únicamente prolongará las contradicciones, pero no las resolverá.

⁶² A. Auclert y M. Rognlie, «Aggregate Demand and the Top 1 Percent», cit.

A falta de los mecanismos normales de estabilización en los que el Estado capitalista ha llegado a confiar para gestionar el ciclo económico durante el siglo XX, el siglo XXI podría contar simplemente con una economía permanentemente deprimida: baja inversión, bajo empleo, bajos salarios, imbricados entre sí para agravar recíprocamente la situación a medida que el declive demográfico, el estancamiento tecnológico y el aumento de la desigualdad hacen discrepar cada vez más los respectivos planes de ahorro e inversión. El caos social implícito y las presiones políticas resultantes de este escenario hacen que este sea el resultado menos probable. En cambio, es probable que la política fiscal desempeñe un papel mucho más importante en la estabilización capitalista en el futuro. Esta solución siempre ha constituido una opción, que ha sido siempre excluida, sin embargo, excepto en el contexto de la guerra y de la pandemia, por las razones esbozadas por Kalecki⁶³. Sin embargo, las elites neoliberales, sacudidas por una década de revueltas populistas, han empezado a cambiar de rumbo. Lo que comienza como un puro meliorismo puede no ser suficiente para contener el ruido y el tumulto del derrumbe capitalista a medida que los tipos de interés reales se hunden cada vez más en territorio negativo. Ante una distancia cada vez mayor entre lo que la política monetaria puede lograr por sí sola y lo que los ciudadanos esperan, incluso los políticos que quieren preservar las jerarquías económicas vigentes buscarán formas de estabilizar el sistema social recurriendo al Estado. Es probable que decidan que todo debe cambiar para que todo siga igual.

Con la aprobación de la *Infrastructure Investment and Jobs Act* (2021), la *CHIPS and Science Act* (2022) y la *Inflation Reduction Act* (2022) el gobierno de Biden está explorando este tipo de política, como ya había empezado a hacerlo precedentemente el gobierno de Trump. Aunque los tipos de interés nominales se han incrementado de la mano del ciclo económico actual, es poco probable que este comportamiento continúe. Cuando desaparezcan los impulsos inflacionistas temporales derivados de la pandemia y de la guerra de Ucrania, los tipos de interés se estabilizarán hasta el próximo giro cíclico. Entretanto, las presiones lentas y constantes de la *longue durée* seguirán afirmándose.

⁶³ Véase Thomas Oatley, *A Political Economy of American Hegemony: Buildups, Booms and Busts*, Cambridge, 2015, para un análisis estadístico de los orígenes exclusivamente bélicos de la política fiscal estadounidense. Sobre el papel de la guerra de masas en la introducción de impuestos confiscatorios sobre las elites occidentales, véase Kenneth Scheve y David Stasavage, *Taxing the Rich: A History of Fiscal Fairness in the United States and Europe*, Princeton (NJ), 2016.

Para colmar la creciente distancia existente entre la estabilidad y el descenso de los tipos de interés reales, los Estados capitalistas deben seguir socializando la inversión.

Está por ver, sin embargo, qué formas asumirá exactamente este proceso de socialización. El segundo escenario, en un momento en el que el keynesianismo militarista vuelve a asomar su fea cabeza en todo el mundo, no sería motivo de celebración: recordemos la «matanza y el derramamiento de sangre» previstos por los estudiantes de Tufts y Harvard en 1938. La política, no la historia ni la economía, decidirá lo que sucede en este nuevo terreno de lucha. Un tercer escenario sería la movilización de ideas alternativas para las inversiones públicas entre las que podrían contarse la energía verde, la educación pública, la vivienda pública, las infraestructuras, las reparaciones concebidas en términos de justicia racial y climática, el cuidado de los niños y niñas, la creación de cadenas de suministro robustas para desbloquear cuellos de botella potencialmente inflacionistas y la introducción de mejoras de la productividad en el sector servicios. Estas son áreas en las que todos nosotros tenemos un interés colectivo.

Políticamente, las clases dominantes son más fuertes que nunca. Desde el punto de vista económico, a pesar de sus proyectos para mantener escaso el capital, y a veces a causa de ello, estas clases dominantes se han parapetado en una situación de abundancia de capital y a menudo imploran comprar deuda pública, incluso a tipos negativos. ¿Qué tipo de mundo es aquel que puede soportar durante un periodo de tiempo tan dilatado una rentabilidad del 0 por 100 para el capital líquido a corto plazo y cada vez más también a largo plazo? La respuesta parecería ser que se trata de un mundo en el que el capital está cavando su propia tumba. A medida que la principal herramienta de gestión del Estado alcanza cada vez más sus límites en forma de un límite inferior igual a cero, o bien el capitalismo se volverá cada vez más inestable, o bien se encontrará algún otro mecanismo de estabilización. A menos que deseemos que se produzca una repetición empeorada de la década de 2010, el mundo de abundancia de capital líquido que está naciendo requerirá más planificación económica que nunca. Este resultado está devolviendo la vida a uno de los argumentos clásicos del socialismo: la necesidad histórica. La tesis de que la historia tiene una dirección fue derribada por el triunfalismo capitalista de la década de 1990, cuando la caída de la Unión Soviética y los ataques del posmodernismo hicieron que muchos

se sintieran obligados a admitir «la contingencia global de la temporalidad social»⁶⁴. Durante unas pocas décadas, el tiempo pareció estar abierto, pero no para opciones progresistas. Desde la crisis financiera global, la perspectiva de estar atrapados en el presente capitalista se ha vuelto cada vez más insoportable. Es hora de dejar de lado la noción de que el capital es escaso y empezar a imaginar lo que ello podría significar para nuestro futuro.

⁶⁴ William Sewell Jr, «The Capitalist Epoch», *Social Science History*, vol. 38, núms. 1-2, primavera-verano de 2014.