

# Estado y mercados financieros. Una visión post-Hilferding: Socialización de la inversión y finanzas\*

Alain Parguez\*\*

## RESUMEN

Desde un punto de vista post-Hilferding, este análisis tiene como objetivo probar tres proposiciones que constituyen el núcleo de la teoría general del circuito monetario: En primer lugar, que los mercados financieros no pueden, normalmente, racionar la habilidad del Estado para gastar. En segundo lugar, que la limitación a la deuda pública, por lo tanto, no existe en circunstancias normales. Por el contrario, la acumulación de deuda pública constituye la condición de estabilidad fundamental de todo el sistema financiero, en tanto ésta sea el resultado de una política planeada de largo plazo de déficits productivos (lo debe derivar en déficit bueno). Finalmente, que luchar contra la financiarización generada por la tendencia de evolucionar hacia un sistema feudal-parasitario, por parte de las corporaciones del sector privado, sólo el déficit productivo de largo plazo puede generar pleno empleo y, en el caso más optimista, neutralizar esta tendencia.

Palabras clave: Historia del Pensamiento Económico, Teoría del Circuito Monetario

The State and financial Markets. A post- Hilferding view on the socialisation of investment and finance

## ABSTRACT

From a post-Hilferding view, the analysis aims to prove three propositions of what constitutes the core of the general theory of monetary circuit. Firstly, "Financial markets" cannot normally ration the State in its ability to spend. Secondly, the "public debt" constraint thereby does not exist under normal circumstances. To the contrary, the accumulation of public debt is the fundamental stability condition of the whole financial system as long as it is the outcome of a long run planned policy of productive deficits (what must be deemed good deficits). Finally, to fight the postulated "financialization" generated by the tendency of the private corporations sector to evolve towards a parasite feudal system, only planned long run productive deficits may generate full employment and, in the most optimistic case, neutralize this tendency.

Key words: History of Economic Thought, Monetary Circuit Theory

## Introducción

La restricción que imponen los llamados mercados financieros sobre la habilidad del Estado para gastar ¿es una realidad o un mito?

---

\* Versión original en inglés: "The State and financial markets. A post-Hilferding view on the socialisation of investment and finance." Traducción al español a cargo de Katya Puga y revisión de Eugenia Correa. Esta contribución debe mucho a los debates sostenidos con Massimo Cingolani, Thomas Ferguson, Olivier Giovannoni, Joseph Halevi, William Krem, Daniel Pichoud y Louis-Philippe Rochon.

\*\* El Dr. Alain Parguez es Profesor Emérito de Economía, en la Facultad de Derecho, Economía y Ciencia Política de la Universidad de Franche-Comté en Besançon, Francia. Correo electrónico: [alain.parguez@neties.com](mailto:alain.parguez@neties.com)

Un siglo después de la publicación de *El Capital Financiero* de Rudolf Hilferding, se ha puesto de moda postular una economía mundial enteramente gobernada por el capital financiero puro. Hilferding mismo reprochaba a la teoría marxista de la acumulación, por haber ignorado, o al menos haber prestado poca atención, al papel de las finanzas en el modo de producción capitalista. Poniendo de relieve por primera vez el papel de los bancos, Hilferding presentó tres conclusiones fundamentales, que habían sido ignoradas anteriormente por la literatura ortodoxa de inspiración marxista y ricardiana:

La acumulación de capital real está limitada por la acumulación previa del capital financiero provisto por los bancos.

La acumulación de capital financiero es cada vez más autónoma, casi completamente independiente de la acumulación real.

Se podría estrechar, si no es que extinguir -en términos keynesianos- la propensión a invertir tanto en capital real fijo como en capital circulante. ¿Qué podría explicar esta financiarización del modo capitalista de producción?

Para Hilferding la respuesta fue sencilla: invertir capital financiero en actividades puramente financieras, podría generarle a los capitalistas financieros (proveedores de finanzas), muchas más ganancias que las que obtendrían invirtiendo en el proceso de producción. Conjuntando la teoría Hilferdiana post marxista de las ganancias y el clásico proceso de circulación de Marx:

Marx:

*capital monetario* ⇒ *Mercancías* ⇒ *Plusvalía* ⇒ *ganancias*

Hilferding:

*capital monetario*      ⇒      *operaciones financieras*      ⇒      *ganancias*

La generalización que hace Hilferding de Marx, carece de dos aspectos fundamentales de las economías monetarias modernas.

-En primer lugar, la comprensión explícita del origen de la creación monetaria de capital financiero, como una operación pura de balance del sistema bancario. En segundo lugar, el rol del Estado, y por tanto, el impacto de lo que es, en lenguaje moderno, los mercados financieros como proveedores únicos de finanzas sobre la capacidad estatal para gastar.

En la presente contribución, al mundo post-Hilferdiano, intentaré probar que las siguientes proposiciones son el núcleo de la teoría general del circuito monetario:

**Los mercados financieros no pueden, normalmente, racionar la habilidad del Estado para gastar**

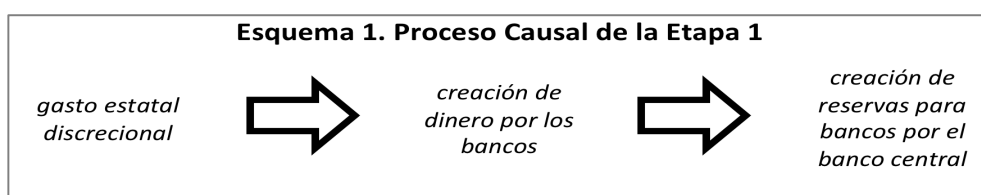
La limitación a la “deuda pública”, por lo tanto, no existe en circunstancias normales. Por el contrario, la acumulación de deuda pública constituye la condición de estabilidad fundamental de todo el sistema financiero, en tanto ésta sea el resultado de una política planeada de largo plazo de déficits productivos (lo debe derivar en déficit bueno). De tal modo que la lucha contra la postulada “financiarización” generada por la tendencia de evolucionar hacia un sistema feudal-parasitario por parte de las corporaciones del sector privado, se consigue sólo con el déficit productivo de largo plazo que puede generar pleno empleo y, en el caso más optimista, neutralizar esta tendencia.

Parte I. No puede haber un racionamiento automático del Estado  
 En el mundo post-Hilferding, hay dos etapas en el proceso de las finanzas públicas. En ninguna de estas dos etapas los mercados pueden racionar al Estado.

### **Primera etapa: la realización de los gastos**

Todos los tipos de gastos estatales generan instantáneamente una creación igual de dinero para el sector privado. Dado que esto se materializa mediante el incremento en el saldo de los depósitos de las cuentas de agentes privados en bancos nacionales, existe una creación de dinero instantánea y perfectamente automática, denominada en la unidad monetaria del Estado. Para cumplir con el principio de contabilidad del balance general, se equilibra el lado de los activos del balance general de los bancos, por medio de un incremento equivalente de los pasivos del Estado a los bancos. Tal deuda del Tesoro es puramente convencional; no implica, en absoluto, una obligación de reembolso a los bancos como si eso fuera el resultado de un préstamo efectivo de los bancos al Estado. En el caso normal, y no cuando una moneda es supranacional o bien actúa como si se tratara de una moneda extranjera, puesto que ello implica la privatización total de los gastos públicos (Parguez 2010), la contraparte de las estos activos convencionales de los bancos es la creación de reservas para ellos en el balance general del banco central. Por último, los bancos desempeñan el papel de intermediarios en el proceso financiero. El banco central es la última fuente de creación de dinero.

En esta etapa no puede existir ninguna restricción operativa sobre el Estado; la creación de dinero por medio de la intermediación de los bancos, así como la creación de reservas por el banco central, son el resultado de un mecanismo totalmente automático. El proceso causal en la etapa uno se explica en el Esquema 1.



### Segunda etapa: la emisión de deuda pública

La segunda etapa implica responder a la pregunta ignorada por los defensores de la restricción de los mercados: ¿por qué el Estado emite deuda pública? Desde luego, no para financiar el déficit cuando este existe, dado que el déficit es sólo una parte de los gastos públicos que ya se han realizado. La respuesta implica hacer hincapié en la identidad fundamental que define a la economía monetaria:

El déficit estatal ( $g$ ) se refleja en un superávit equivalente, o un importe neto de nuevos ahorros para el sector privado que se beneficiaron del gasto público ( $S_p$ ). ( $S_p$ ) explica el aumento en el stock de capital financiero ( $\Delta F$ ) compartido entre el sector privado nacional, los hogares y las empresas, en virtud de la identidad que define la economía monetaria; el déficit estatal ( $g$ ) es reflejado por un superávit equivalente ( $S_p$ ), dando cuenta del crecimiento en el stock del capital financiero ( $\Delta F$ ) (donde  $F$  es el stock del capital financiero), ( $\Delta F$ ) es compartido entre el sector privado nacional, las empresas, y el sector extranjero cuando hay un déficit comercial. Esta identidad debe ser interpretada como la encarnación de una relación causal perfecta.

$$g = S_p = \Delta F \quad [1]$$

[1] se verá reflejado en el balance general de los bancos nacionales, como se muestra en la Tabla 1:

Tabla 1

Variación del Balance General de los Bancos en la Fase 2

Activos

Pasivos

g= Incremento convencional en los activos	$\Delta F$
---	------------

En el Estado = $\Delta$ reservas	
----------------------------------	--

En el caso normal	
-------------------	--

Supongamos que el Estado nunca emite títulos de deuda con intereses (bonos de contabilidad para la deuda pública). Las utilidades de los bancos no se incrementan. Cuando mayor ha sido (g) durante algún tiempo, menor es la proporción de activos de los bancos que están generando ganancias. De modo tal que un mecanismo automático iniciado por el gasto público podría basarse en sus reservas, que podrían caer a cero. Lo anterior, reforzaría la crisis bancaria en tanto los titulares del capital privado pierden confianza en la liquidez de los depósitos. Quedando fuera del negocio, los bancos no podrían jugar el papel de intermediarios. Los bancos podrían, de hecho, tratar de salvar su patrimonio neto, gastando sus reservas para adquirir activos financieros privados, mayoritariamente acciones. El problema es que los titulares del capital financiero, en los depósitos, harían lo mismo y convertirían todo su capital monetario en acciones. El resultado sería un incremento acumulado del precio de las acciones, generando una híperespeculación que conduciría a una crisis financiera general y prolongada que, en última instancia, derivaría en la desaparición definitiva del sistema bancario. De tal modo que sólo hay una solución para evitar el desastre sin la obligación de mantener un equilibrio presupuestal permanente:

El Tesoro tiene que emitir títulos de deuda pública que generen ingresos por un monto equivalente al de las nuevas reservas. Su balance general sería,

Tabla 2

Activos	Pasivos
$\Delta$ acciones deuda pública	$\Delta F$

De esta forma, los bancos protegen su patrimonio neto por dos razones:

Los bonos públicos proveen una renta determinada y fija. Ellos son los activos más sólidos y líquidos generando ingresos puesto que el Estado es capaz de satisfacer siempre sus compromisos (ingresos por intereses y reembolso) que están incluidos en el gasto agregado en la Etapa 1. Lo anterior significa que, contrariamente a la emisión de activos privados, el Estado no puede nunca caer en la quiebra o incluso en déficit. Los bonos públicos en un sistema normal son “dinero generando intereses”, desde la perspectiva de los tenedores. De cualquier forma, estos pueden ser convertidos en efectivo en el banco central a través de operaciones de mercado abierto.

Es cierto que los tenedores privados del capital monetario también podrían desear adquirir una parte de esos bonos, en su búsqueda de inversión financiera sólida. En tal caso, ellos se basan en sus depósitos para comprar una parte de los bonos inicialmente adquiridos por los bancos. En la Etapa 3, el balance general de los bancos muestra un decremento simultáneo y equivalente en los activos y pasivos de los bonos, con la transferencia de bonos al sector privado. En última instancia, el valor de los bonos es compartido entre los bancos y los ahorradores netos, los hogares, las empresas y el sector exterior.

Desde esta respuesta hasta nuestra pregunta inicial, se puede concluir:

El Estado emite deuda pública para garantizar la estabilidad financiera en el largo plazo.

De ese modo, no puede ser limitado por los mercados financieros.

Por último, el Tesoro puede fijar la tasa de interés de los bonos. Esto significa que el sistema de subasta para la venta de bonos no es necesario en lo absoluto; es sólo el resultado de una ideológica “primera etapa” hacia la privatización de las finanzas públicas. Esto contradice el papel fundamentalmente estabilizador de los bonos públicos.

## **Parte II. Los mercados financieros no pueden imponer el racionamiento por un exceso de deuda pública que genera incertidumbre de solvencia del Estado en circunstancias normales**

La normalidad requiere de dos condiciones: *la primera condición* es que los bancos tienen que jugar sólo el papel de intermediarios (es decir, que no se efectúe una privatización de las finanzas públicas); *la segunda condición* es que el Estado no impone sobre sí mismo límites para la magnitud y la permanencia del déficit. Vamos a suponer que estas condiciones se cumplen; no voy a abordar el caso del doble circuito analizado previamente (Parguez, 2009),

Sea cual sea la magnitud del valor acumulado de la deuda, los mercados no pueden temer por la no solvencia del Estado.

Esto significa que la liquidez perfecta de los nuevos bonos no depende del valor acumulado de la deuda pública, (sólo de la denominada en la moneda del Estado, cuando no hay doble circuito). No puede haber un exceso de carga de deuda del Estado



que imponga una moratoria o un cese de pagos debido a pasivos anteriores.

Como ya se mencionó, los compromisos financieros agregados del Estado ( $G_F$ ) son incluidos de manera automática en los gastos agregados del Estado. Ellos tienen dos componentes: 1) el reembolso de una parte (1) del saldo de la deuda ( $K_G$ ); y 2) el pago del ingreso por intereses ( $y_G$ ) a los tenedores de las acciones restantes.

En la Fase 1, los bancos centrales generan para los tenedores de la deuda una creación instantánea de reservas ( $R$ ):

$$G_F = 1K_G + y_G = \Delta R \quad [2]$$

Ni los bancos, ni los tenedores del capital financiero no bancarios, desean acumular en su reserva un incremento que no devenga intereses. De tal modo que, como ya fue probado, para proteger su estabilidad financiera el Tesoro es obligado a absorber aquellas reservas no deseadas, mediante la emisión de nuevos bonos. Esto significa que la reserva de los bonos tiene que incrementarse mediante una cantidad equivalente a ( $y_G$ ) lo que permite:

Reemplazar instantáneamente los bonos al vencimiento por los nuevos bonos. El reembolso es estrictamente automático.

Y absorber el ingreso por interés, lo que explica por qué la llamada carga fiscal no puede existir en una economía monetaria bien administrada.

Tal restricción define el monto del nuevo déficit mínimo en la Fase 2,

$$g_{MIN} = 1K_G + y_G \quad [3]$$

A partir de esta restricción a la estabilidad se extraen conclusiones principales:

Los compromisos financieros que se financian de forma automática nunca requieren un incremento en los impuestos.

Ellos imponen un déficit mínimo, por lo tanto un aumento mínimo en el stock de los bonos igual al ingreso por interés.

Dado que la Fase II es finalmente la existencia de una condición de estabilidad financiera, los mercados financieros juegan un papel estrictamente pasivo. No pueden imponer el racionamiento a causa del gran stock de la deuda, ni en la Fase 1 ni en la Fase 2.

Las conclusiones I a III conducen a una proposición fundamental. En una economía bien administrada, el Estado siempre es el prestatario solvente perfecto. La morosidad no puede existir; la noción misma de quiebra del Estado es absurda. La magnitud de la deuda acumulada es irrelevante, así como el monto del ingreso por interés, que automáticamente incrementa el valor neto de todos los tenedores de capital financiero. Lo que refuerza esta conclusión es que el Tesoro tiene la facultad de fijar la tasa de interés de los bonos, como el proveedor monopolista de ellos, siempre automáticamente absorbidos por el mercado.

Las restricciones sólo podrían ser el resultado de una violación por el Estado de los requisitos de un sistema monetario normal. El caso perfecto de tal violación se da cuando el Estado entrega por completo su poder monetario, mediante la aceptación de una privatización de las finanzas públicas (lo que es el resultado de las reglas en el sistema monetario en la zona euro). Aquí se presenta una situación que habría asombrado al mismo Hilferding.

¿Qué significa “privatización” de las finanzas públicas?

La “privatización” de las finanzas públicas glorifica cuatro reglas fundamentales:

*I. Primera Regla.* En la Fase 1 el banco central nacional no tiene un papel. Como fue mostrado por Steiger (2004), hay un mito (sino un engaño) en la creencia de un único y centralizado Banco Central Europeo (BCE).<sup>1</sup> No se trata del Bundesbank de Europa. Como tal, el BCE es una institución pequeña y muy débil. Las restricciones son operadas por los Bancos Centrales nacionales como parte de un Sistema Europeo de Bancos Centrales. Ningún Banco Central nacional tiene una cuenta en el propio BCE. Esto significa que la creación de dinero no tiene el menor impacto en el balance general del banco central. Lo anterior no conduce a la creación de liquidez en la forma de reservas. La contraparte en el balance de los bancos del gasto del Estado son activos que se dice que reducen la liquidez de los bancos, como si se tratara de cualquier otro activo sobre el sector privado.

*II. Segunda Regla.* En la Fase 2, cuando el Estado tiene un déficit, los bancos pueden de hecho transformar esos créditos en bonos pagando intereses, pero esos bonos no son líquidos como los bonos emitidos por las corporaciones.

*III. Tercera Regla.* Es aún peor porque se imponen los límites exógenos sobre los déficits y el objetivo último de los “ahorros” públicos. La deuda pública es considerada como la prueba de un Estado mal administrado. El Estado es tratado como si fuera una corporación privada condenada a la quiebra.

---

<sup>1</sup> Ver: Steiger, O. (2004). Which lender of last resort for the Eurosystem? Centro de Estudios para la Integración Europea. Documento de Trabajo No. B23, en: [http://www.zei.de/download/zei\\_wp/B04-23.pdf](http://www.zei.de/download/zei_wp/B04-23.pdf)

*IV. Cuarta Regla.* Al ser vistos como una deuda privada incobrable, los bonos estatales no pueden ser automáticamente cobrados en el banco central nacional, o en ningún otro banco central miembro del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Esto significa que en la Fase 1, los bancos privados no se pueden rehusar a crear dinero, el mecanismo automático gobierna. Ellos no pueden imponer una restricción operativa sobre el Estado, porque eso les conduciría afuera del negocio. En la Fase 2, se ven obligados a comprar bonos por una cantidad equivalente al déficit. El resultado de I a IV es que a partir de ese momento se puede dudar de la habilidad del Estado de cumplir con sus compromisos, mediante la ejecución de un déficit creciente y permanente. Tal temor esconde la amenaza de opciones políticas del Estado, para reducir o suprimir su déficit y alcanzar las “Euro-reglas”. Lo que hace este miedo plausible es que las reglas han sido construidas por los Estados mismos cuando se dio forma el Sistema Euro. Ahora, la magnitud de la deuda pendiente podría importar, y los bancos podría tratar de chantajear a los Estados mediante la invocación de la posibilidad de incumplimiento que se compensaría con el incremento de las tasas de interés. Ellos nunca dejaran de comprar deuda, esto los privaría del ingreso. No estoy seguro de que los Estados no sean capaces de vender su deuda; se trata de un chantaje apreciado por la prensa financiera.

Cuanto más se esfuerzan los Estados en reducir sus compromisos no financieros mediante políticas de deflación, cuanto menor es también la contraparte de su deuda que es la creación de riqueza real, lo que podría reflejarse en una caída en el valor del capital financiero sostenido en deuda. Este chantaje es un juego muy peligro jugado por los bancos porque los políticos incentivados por el miedo pueden decidir reembolsar, antes de la fecha, la parte de la deuda pública considerada “excesiva” de acuerdo a las Euro-

normas. Esto podría desatar una catástrofe general destruyendo la condición misma de un sistema financiero estable:

Primero, el Estado podría tener que cortar mucho de su gasto no financiero, que podría colapsar la economía nacional. No habría creación de capital financiero (ahorros netos) para el sector privado.

Segundo, los bancos podrían ser inundados con dinero a interés. Su patrimonio neto colapsaría; una crisis financiera general y acumulada podría iniciar.

**Parte III. La política de largo plazo de déficit planeado es, en cualquier caso, condición *sine qua non* para escapar de la esclavitud impuesta por los mercados financieros (la llamada financiarización)**

¿Por qué dicha esclavitud puede existir?

Se requieren dos condiciones para la transformación del sistema monetario capitalista en uno de tipo cuasi feudal y parasitario:

Condición 1

Abarca la posibilidad de los bancos para generar un monto creciente de capital financiero, sin generar ningún gasto previo de riqueza real. Al hacer esto apuestan por un aumento incontrolable de su riqueza neta. Los bancos huyen de los préstamos que materializan los gastos productivos. Los tenedores de ese capital financiero especulativo puro (su valor está anclado en apuestas sobre un aumento en el futuro del precio de los activos) imponen restricciones en la economía real. Invirtiendo en activos puramente financieros obtiene tantas “ganancias de capital o ganancias de papel” que las corporaciones huyen del gasto en trabajo y en la acumulación de capital real. Lo que se ha llamado la “financiarización” las corporaciones privadas antes productivas aceptan gastar en producción solamente si el gasto en trabajo les

proporciona la misma tasa de rendimiento que los activos financieros, lo que se presenta como un acelerado aumento en la participación de las ganancias capitalistas. De manera que las reglas I y II, que son el caso de el sistema europeo (Parguez 2009c), se vuelven ambas feudales, puesto que las ganancias esperadas son confundidas con la explotación absoluta del trabajo, reflejada en la deflación del ingreso de los asalariados y en el parasitismo, al mismo tiempo que se huye de la creación real de riqueza.

La “autonomía de la acumulación financiera” podría tener, en última instancia, un impacto en la Fase 2, en tanto los bancos gastan sus reservas (el caso normal) para adquirir nuevos activos privados especulativos o derivativos. Lo anterior no significa que el Estado no podría encontrar compradores para sus bonos, en caso de emitirlos. La verdad es que no tiene que emitir nuevos bonos en lo absoluto. Mediante un déficit el Estado podría acelerar la inflación financiera y empeorar la inestabilidad del sistema. De esta manera, los *policy-makers* podría reaccionar tratando de eliminar sus déficit. La situación podría ser peor en el caso del Euro, debido a la falta de liquidez de los bonos estatales.

## Condición 2

Tal destrucción de cualquier anclaje para el sistema financiero significa que la hiperfinanciarización está, en última instancia, enraizada en la inexistencia de una política de largo plazo del Estado dirigida a la acumulación de capital tangible e intangible o en capital humano. En la medida en que el Estado no desempeñe su papel de líder en la acumulación de riqueza real, está concediendo deflación fiscal y generando déficit forzado o malo.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Los déficit malos no tiene un impacto positivo. Su efecto multiplicador es negativo, dado que se sostiene la huida hacia las actividades financieras del sector privado. No juegan ni siquiera un rol de estabilizadores. Sobre esta noción *Ver*: Parguez, A. (2009). Beyond the veil of the financial crisis: The butterfly theorem or how to reconstruct out of a genuine New “New Deal” a stable long-run true growth. Trabajo presentado en el Coloquio Internacional “La crise monétaire et financière”, realizado del 10 al 12 de diciembre de 2009, Dijon, Francia.

La adquisición de bonos del Estado no contribuye más al patrimonio neto de los bancos, la tentación de financiarización no puede ser más rechazada. Se puede alcanzar una nueva proposición fundamental:

Lo que genera “autonomía del capital financiero” y la inestabilidad insoportable, no son los déficits altos de largo plazo, sino las políticas y la disciplina fiscal que crea déficit malo. La deflación fiscal esclaviza la economía al capital financiero, y aquí reside la explicación de la tendencia a colapsar la economía de la Zona Euro, con una crisis bancaria agravada por la crisis monetaria, ambas reflejando una total esclavización del Estado por el capital financiero, gracias a la elección de políticas de deflación instrumentadas por el Estado.

Cómo el Estado puede esclavizar al capital financiero: la política post-Hilferdiana requerida.

Debe considerarse la verdadera agenda keynesiana o post-keynesiana (si no es que circuitista).<sup>3</sup>

Está consagrado en diez principios que cumplen con las condiciones de estabilidad, aboliendo la tentación de una transformación feudal-parasitaria.

La agenda de la salvación: de vuelta a un futuro esperanzador

Regla 1. El Estado debe planear un crecimiento de largo plazo de la inversión pública, dirigiendo simultáneamente la acumulación de capital tangible y no tangible, o capital humano, incluyendo empleo en educación, salud, investigación y protección del medio ambiente. Estas inversiones nunca (o no más) se realizarán por el sector privado, especialmente en el sistema feudal-parasitario.

---

<sup>3</sup> La primera versión de mi contribución sobre el particular fue presentada en el marco de la conferencia post-keynesiana: Coloquio Internacional “La crise monétaire et financière”, realizado del 10 al 12 de diciembre de 2009, Dijon, Francia.

Regla 2. La creación, por parte del Estado, de capital productivo real no debe evitar el crecimiento del consumo; puesto que es la condición *sine qua non* de la restauración del gasto privado productivo incluyendo el empleo y la inversión estrictamente privada. La regla consagra que lo que es considerado la dinámica o principio de aceleración intertemporal (Giovannoni & Parguez, 2010), y su gemelo, el principio multiplicador de empleo, incorporados en la relación [4],  $\bar{\Pi}_t W_t r^*$ , siendo el flujo de ganancias esperado permanente en (t), rentas de trabajo en (t), la tasa de retorno requerida sobre el empleo fija la cuota de ganancia requerida en  $m^*$

$$W_t = \frac{1}{r^*} \bar{\Pi}_t \quad [4]$$

$$M^* = \frac{r^*}{1+r^*} \quad [5]$$

Ha sido probado que cuanto mayor sea el crecimiento de la inversión pública y el consumo, mayor será  $\bar{\Pi}$ , y menor será  $r^*$ . (Parguez, 2009).

Regla 3: La inversión pública prevista debe ser incluida en el déficit. El déficit agregado es, por lo tanto, la suma del déficit mínimo, reflejando el compromiso financiero y la inversión pública nueva. Eso significa que debe haber un crecimiento planeado de largo plazo del déficit estatal, lo que encarna aquello que Keynes definió como socialización de la inversión. En acumulación agregada, la participación del Estado debe incrementarse hasta algún umbral compatible con la estabilidad.

Regla 4: El saldo de la deuda pública debe crecer a la misma tasa para absorber el capital financiero creado por el déficit (de acuerdo con la Fase 2 del proceso financiero). El crecimiento del saldo de la deuda refleja que en cada periodo del plan, se mantiene la



identidad fundamental. El Estado nunca debe temer de un racionamiento del mercado ofreciendo activos solventes, perfectamente líquidos y dotados con el mayor valor real permanente en la medida en que ellos reflejan la creación de la riqueza real.

Regla 5: Las Reglas 1 a 4 requieren que no exista privatización del gasto público: los bancos deben jugar únicamente el papel de intermediarios en la Fase 1. El Banco Central debe ser la fuente última de dinero. Ello es, por lo tanto, incompatible con el sistema Euro, el cual ha sido construido para imponer la privatización. (Parguez, 2010).

Regla 6: La deuda debe ser, siempre y por lo tanto, denominada en la moneda propia del Estado.

Regla 7: El corolario es que debe haber una tasa de cambio variable. La llamada especulación no es temida en tanto las Reglas 1 a 6 sean respetadas. Podría ser probado que, al menos en el largo plazo, lo que determina el valor relativo de las monedas, las tasas reales de cambio, es la agenda fiscal seguida por los países. En la medida en que un país respeta la agenda 1 a 6, en esa medida se crea un fuerte crecimiento de la riqueza real fuera de los déficit planeados y su moneda está más dotada con valor real relativo frente a otras monedas. He aquí el núcleo de la teoría fiscal de las tasa de cambio (FTER).<sup>4</sup>

Regla 8: En cualquier caso el Estado no debe renunciar nunca a su agenda, en nuestro mundo post-Hilferding, cuando su deuda sea clasificada baja por las agencias calificadoras. Ellas deben ser simplemente ignoradas. Entregarse a ellas es generar dudas entre

---

<sup>4</sup> Tal proposición será abordada a profundidad en un artículo que se publicará próximamente.

los tenedores de capital financiero. Esta regla es crucial para países miembros de la Zona Euro. La capitulación de Grecia, España, etc., ¿ha sido un desastre reforzando las dudas sobre el valor de la deuda pública?

Regla 9: El Estado debe usar la política monetaria para implementar su agenda (Parguez, 2010). Esto significa que o bien el Tesoro debe fijar la tasa de interés en la deuda que emite, renunciado al sistema de subasta por la venta de sus bonos, o bien debe requerirse que el Banco Central fije su propia tasa, así como imponer la convergencia de tasas de largo plazo hacia la tasa requerida de los bonos estatales.

Regla 10: Lo que es crucial para rescatar la economía de una crisis estructural profunda, la inversión pública debe incluir la creación directa de trabajos con salarios dignos (una generalización del programa de empleador de última instancia). Esto permite suprimir toda la terapia social de los programas de desempleo, como el pago de ingresos cuasi-caritativos para aquellos que fueron excluidos del empleo normal. Las reglas dan paso al fin de los déficits malos, como los de Francia, Alemania y Europa del sur.

Esta agenda cumple con todas las condiciones para la restitución de la estabilidad de largo-plazo de la economía capitalista.

Se priva al capital financiero de cualquier autonomía. Permitiendo que la mayor fuente de creación de capital financiero sea el déficit planeado a largo plazo.

Significa que la proporción de capital público o social en el stock del capital agregado aumenta *pari passu* con la proporción de la deuda pública en el balance general de los propietarios capital financiero, especialmente los bancos. Ambas tasas deben crecer hasta que el sistema se ha liberado totalmente de cualquier

tendencia a la financiarización, incluyendo el sector privado feudal y parasitario.

La agenda consiste en restaurar un pleno empleo con salarios reales suficientes para sostener un aumento en el consumo sin un hiper-endeudamiento de los hogares, como ocurre en Francia y Europa del sur. Esto refleja una convergencia de lo que debe considerarse como la participación a largo plazo de mano de obra, que debe aumentar considerablemente (esto refleja un aumento del multiplicador de empleo).

### **Conclusión**

A manera de conclusión: Hilferding había descubierto la tendencia a la autodestrucción de la producción capitalista, porque su análisis se basaba en el capital financiero.<sup>5</sup> Lo que ha sido probado es que la tendencia puede ser abolida por el Estado, como el mayor proveedor de capital financiero.

En términos keynesianos, aquí reside el verdadero significado de la socialización de la inversión:

Socialización de las finanzas, elevando la proporción de la deuda pública en el stock de capital financiero, lo que refleja la socialización del capital real por medio de la inversión estatal.

Ninguna regulación sobre los bancos es necesaria, en la medida en que la hiper-especulación en las actividades de financiamiento que no crea verdadera riqueza generando valor desaparece automáticamente.

---

<sup>5</sup> Al escribir esta conclusión, me hago la pregunta: ¿Por qué Hilferding no está preocupado por la deuda pública, y en términos modernos, por los elevados déficits de los países europeos? Es una pregunta que rara vez se menciona: todos los Estados europeos tenían déficits, esto no generó ningún debate antes de 1914. Quizá, como otros estudiosos de las finanzas, él había entendido que el papel normal del Estado es proveer capital financiero. En Estados Unidos, una enorme afluencia de capitales extranjeros (déficit privado) sustituyó al déficit estatal.

## Bibliografía

- Hilferding, R. (1981[1910]). *Finance Capital. A study of the Latest Phase of Capitalism Development*. London, Routledge & Kegan Paul.
- Giovannoni, O. (2008). “American Growth: A trend/cycle interpretation uniting Samuelson, Galbraith, Eisner and Tinbergen”, *Journal of Economic Behavior and Organization*. (En dictamen).
- Parguez, A. (2010). “El doble circuito monetario depredador: los costos de la plena integración al sistema financiero y productivo multinacional”. *Ola Financiera*, Número 6, Mayo-Agosto, 1-32.
- Parguez, A. (2009). “The tragic and hidden history of the European Monetary Union”, (No publicado).
- Parguez, A. (2009). Beyond the veil of the financial crisis: The butterfly theorem or how to reconstruct out of a genuine New “New Deal” a stable long-run true growth. Trabajo presentado en el Coloquio Internacional “La crise monétaire et financière”, realizado del 10 al 12 de diciembre de 2009, Dijon, Francia. Disponible en: <http://cemf.u-bourgogne.fr/z-ouils/documents/communications%202009/Alain%20Parguez.pdf>
- Parguez, A. (2010). Vérités et mensonges sur la crise financière en Europe. Intervención en el Seminario de Reflexión organizado por el Banco Europeo de Inversión, realizado el 6 de mayo de 2010 en Luxemburgo. Disponible en: <http://www.neties.com/newsap>
- Parguez, A. (2010). The impotence of monetary policy: an Andersen tale. Trabajo presentado en la Conferencia “Central banking after the crisis” organizada por el Centro de Investigación Post-keynesiana y el Instituto de Política Internacional de la Laurentian University, realizado del 21 al 22 de mayo de 2010, en Toronto, Canadá.
- Steiger, O. (2004). Which lender of last resort for the Eurosystem? Centro de Estudios para la Integración Europea. Documento de Trabajo No. B23. Disponible en: [http://www.zei.de/download/zei\\_wp/B04-23.pdf](http://www.zei.de/download/zei_wp/B04-23.pdf)

*Fecha de recibido: octubre 2010*

*Fecha de aprobación: diciembre 2010*