

---

# *Objetivos empresariales, regímenes de crecimiento macroeconómico y finanzas*

140

Partiendo de la teoría postkeynesiana de la empresa, identificamos distintos agentes interesados (*stakeholders*) dentro y fuera de la empresa, y evaluamos sus intereses potencialmente conflictivos. Dependiendo del poder negociador de estos agentes, podemos distinguir distintos regímenes de crecimiento macroeconómico caracterizados por la prioridad atribuida a la consecución de los objetivos por parte de los grupos sociales dominantes. Así como en un trabajo anterior hemos analizado las diferentes configuraciones institucionales del capitalismo, que denominamos fordismo y financiarización, en el marco de un modelo macroeconómico consistente *stock-flujo*, en éste nos centramos en relacionar la dinámica de crecimiento económico con la actualización de la teoría postkeynesiana de la empresa. Basándonos en este análisis microeconómico, resaltamos el riesgo de fragilidad financiera y la inestabilidad macroeconómica derivada del capitalismo financiarizado.

*Enpresaren teoria postkeynesiarra oinarri hartuta, hainbat agente interesdun (stakeholders) identifikatu ditugu enpresa barruan eta enpresatik kanpo, eta gatazkatsuak izan daitezkeen haien interesak ebaluatu ditugu. Agente horien negoziazio-gaitasunaren arabera, hazkuntza makroekonomikoaren hainbat erregimen bereiz ditzakegu, horien ezaugarri nagusia gizarte-talde nagusiek helburuak lortzeari emandako lehentasuna dela. Aurreragoko lan batean kapitalismoaren hainbat konfigurazio instituzional aztertu genituen (fordismoa eta finantzarizazioa), stock-fluxuan oinarritutako eredu makroekonomikoaren eremuan. Oraingo honetan, aldiz, hazkuntza ekonomikoaren dinamika enpresaren teoria postkeynesiarrarekin lotzea da gure asmoa. Azterketa mikroekonomiko hori oinarri hartuta, kapitalismo finantzarizatutik eratorritako ezegonkortasun makroekonomikoa eta finantza-hauskortasunerako arriskua nabarmendu behar dira.*

Building on the established Post Keynesian theory of the firm, we identify different stakeholders inside and outside the firm, and we assess their potentially conflicting objectives. Depending on the bargaining power of these different stakeholders, we can distinguish different macroeconomic growth regimes characterized by the priority given to the realization of the dominant class's objectives. In previous work (Dallery and van Treeck, 2008), we have analysed these different institutional configurations of capitalism, which we call Fordism and financialisation, within a formal stock-flow consistent macro model. Here, we focus more specifically on linking macroeconomic growth dynamics to our reassessment of the Post Keynesian theory of the firm. Based on this microeconomic analysis, we stress the risk of financial fragility and macroeconomic instability involved with financialised capitalism.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. La teoría postkeynesiana de la empresa. La empresa como el escenario de conflictos en un sistema capitalista
  3. De la teoría de la empresa a los regímenes históricos de crecimiento económico
  4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: financiarización, empresa postkeynesiana, fragilidad financiera, inestabilidad macroeconómica.

Keywords: financialization, postkeynesian firm, financial fragility, macroeconomic instability.

N.º de clasificación JEL: D21, E12, G30.

### 1. INTRODUCCIÓN

El artículo gira en torno a la idea de que el peso de las finanzas en la economía, a la vez que determina los objetivos de las empresas a un nivel microeconómico, resulta clave para entender las tendencias históricas de los regímenes de crecimiento macroeconómico (Minsky, 1986 [2008]).

Basándonos en la teoría postkeynesiana de la empresa (Eichner, 1976; Galbraith, 1967; Marris, 1964; Wood, 1975; Lavoie, 1992), identificamos diferentes *stakeholders* (grupos interesados) dentro y fuera de la empresa, y evaluamos sus objetivos potencialmente contradictorios. Dependiendo del poder negociador de estos agentes, podemos distinguir diferentes regímenes de crecimiento macroeconómico caracterizados por la prioridad atribuida a la consecución de los objetivos de la clase dominante. En

un trabajo previo (Dallery y van Treeck, 2008), se han analizado las diferentes configuraciones institucionales del capitalismo, que denominamos fordismo y financiarización, en el marco de un modelo formal macroeconómico *stock-flujo*.

En este artículo, nos centramos de forma más concreta en relacionar la dinámica de crecimiento macroeconómico con nuestra revisión de la teoría postkeynesiana de la empresa. En este marco, distinguimos cuatro grupos de *stakeholders*, cada uno con sus propios objetivos: los accionistas propietarios de la empresa persiguen objetivos de tasa de beneficio, los gestores que gobiernan la empresa persiguen objetivos de crecimiento, los trabajadores que venden su fuerza de trabajo persiguen objetivos de salario real, y finalmente los bancos que proporcionan recursos para financiar los proyectos empresariales persiguen objetivos de apalancamiento.

La teoría postkeynesiana de la empresa proporciona un marco analítico social e institucionalmente idóneo, en el que el logro de un determinado objetivo por un grupo concreto puede llevar al incumplimiento de los objetivos de uno o más de los restantes grupos (Dallery y van Treeck, 2008).

La desregulación del sistema financiero supone un cambio en las relaciones de poder dentro de la empresa, con lo que los objetivos y políticas de la empresa también evolucionan hacia un modelo más orientado a las finanzas, lo que favorece los objetivos de los accionistas, es decir, la rentabilidad (a corto plazo). Un objetivo esencial de este trabajo es discutir en qué medida la «financiarización»<sup>1</sup> modifica la relación entre la acumulación de capital y la rentabilidad tanto a nivel micro como macroeconómico. Para entender cómo la financiarización afecta a la dinámica de la economía capitalista, debemos basarnos en la definición microeconómica de los objetivos de las empresas y en el logro macroeconómico o no de dichos objetivos.

La historia de la interconexión entre finanzas y desarrollo macroeconómico global es más un sendero tortuoso que una línea recta. Para entender el capitalismo actual, se puede establecer un paralelismo con la dinámica macroeconómica de los años veinte, cuando los países industrializados también aplicaron una desregulación de hondo calado del sistema financiero. Crotty (1990, p. 762) destaca cómo el mismo J.M. Keynes analizaba las consecuencias sobre la dinámica económica capitalista del creciente sector financiero:

Planteo que Keynes sentó las líneas maestras en dos etapas distintas de una teoría de

la evolución del desarrollo capitalista (y que anticipaba la transición hacia una tercera), en donde se suponía que cada etapa poseía instituciones y prácticas de los agentes únicas que distinguían sus procesos y resultados de otras etapas. En concreto, Keynes plantea que el capitalismo del siglo XIX difiere del capitalismo posterior a la I Guerra Mundial en su estructura institucional y social (clases) así como en los patrones de comportamiento de los agentes. Debido a estas diferencias institucionales, el capitalismo del siglo XIX exhibió un impresionante crecimiento económico y estabilidad, mientras que el capitalismo del siglo XX fue más propenso al estancamiento-depresión y a los estallidos de extrema inestabilidad.

La preocupación actual respecto a la macroeconomía de la financiarización, en su calidad de etapa más reciente del desarrollo del capitalismo, reside en la continuidad de los intereses teóricos y empírico-históricos de Keynes, tal y como se refleja en la anterior cita de Crotty (1990). En nuestra opinión, las diferentes etapas del desarrollo capitalista identificadas por Keynes pueden distinguirse a partir de las diferencias en las instituciones financieras y en la gobernanza empresarial. En particular, Keynes distinguía entre un tipo de *capitalismo emprendedor* del siglo XIX, en donde las empresas estaban dominadas por individuos ricos que eran en gran medida independientes de los financiadores externos, y el *capitalismo financiero* de entreguerras del siglo XX, donde los accionistas dominaban el conflicto propietario-gestor y «la empresa se convertía en una burbuja dentro de un torbellino de especulación» (Keynes, 1936 [1997, p. 159]). Keynes también anticipaba y defendía avanzar hacia una tercera etapa de desarrollo, que daría paso a una especie de *capitalismo gestionado*, en el que la especulación a corto plazo estaría prohibida mediante las regulaciones de los mercados

<sup>1</sup> Para una definición de financiarización, véase Epstein (2005).

financieros y en la que los gestores privados y el Estado habrían controlado y estabilizado el proceso de acumulación real. Aunque Keynes no vivió lo suficiente para analizar con mayor profundidad este tipo de capitalismo, los autores postkeynesianos han seguido desarrollando sus planteamientos teóricos y proporcionando políticas para moldear la «tercera» etapa de desarrollo del capitalismo, la cual ha sido frecuentemente denominada como la era fordista (Aglietta, 1976; Boyer, 1990), o la edad dorada del capitalismo (Marglin y Schor, 1990).

Sin embargo, parece que en los últimos treinta años hemos sido testigos de una cuarta etapa del capitalismo que comparte muchos rasgos con la segunda etapa de desarrollo descrita por Keynes. En este trabajo, extendemos el método de análisis histórico de Keynes a la moderna financiarización, y estudiamos el paso del régimen de crecimiento fordista al régimen de crecimiento dominado por las finanzas.

El trabajo se estructura en los siguientes cuatro apartados. En el segundo apartado, presentamos el marco microeconómico de la teoría de la empresa, y los diferentes objetivos de cada grupo de *stakeholders*, tal y como se señalaba en la introducción. En el tercer apartado, aplicamos la teoría postkeynesiana de la empresa para exponer la dinámica macroeconómica del capitalismo gestionado (o la era fordista) y la del capitalismo financiarizado. En primer lugar, mostramos los canales a través de los cuales se gestionó un círculo virtuoso de alto crecimiento y rentabilidad, salarios reales crecientes y bajas tasas de apalancamiento para satisfacer a los diferentes *stakeholders* durante la edad dorada del capitalismo fordista.

A continuación, estudiamos el actual capitalismo dominado por las finanzas y sus desequilibrios. En particular, intentamos demostrar los mecanismos causales micro-macro necesarios para explicar el «enigma inversión-beneficios», esto es, el divorcio macroeconómico entre la (alta) rentabilidad y la (reducida) acumulación de capital que se ha observado en diversos países durante los últimos decenios (p.ej., Stockhammer, 2005-6). También discutimos las contradicciones macroeconómicas inherentes de un régimen de crecimiento dominado por las finanzas así como los mecanismos microeconómicos que pueden ayudar, al menos temporalmente, a paliar estas contradicciones. En la cuarta sección presentamos de manera sucinta las conclusiones alcanzadas.

## 2. LA TEORÍA POSTKEYNESIANA DE LA EMPRESA. LA EMPRESA COMO EL ESCENARIO DE CONFLICTOS EN UN SISTEMA CAPITALISTA

En este apartado, repasaremos y valoraremos los principales rasgos de la teoría postkeynesiana de la empresa. En especial, nos centraremos en los conflictos entre los distintos grupos o *stakeholders* (accionistas, gestores, trabajadores, bancos) que tratan de imponer sus propios objetivos como los objetivos de la empresa. Como el principal propósito del artículo es un análisis de la financiarización, analizaremos con más profundidad el conflicto gestor-propietario, el cual ha dado lugar un tema de una prolífica literatura que aborda los problemas principal-agente y los relativos a la gobernanza empresarial, especialmente a partir del trabajo de Jensen y Meckling (1976).

## 2.1. La teoría postkeynesiana de la empresa como marco general del análisis de los objetivos y políticas empresariales

En su *Tratado sobre el dinero*, Keynes (1930, vol. II, p. 149) resume su teoría de la inversión de la siguiente manera:

Así, para que la empresa sea activa, deben satisfacerse dos condiciones. Debe haber una expectativa de beneficios; y debe ser posible para los empresarios obtener el control de los suficientes recursos para ejecutar sus proyectos.

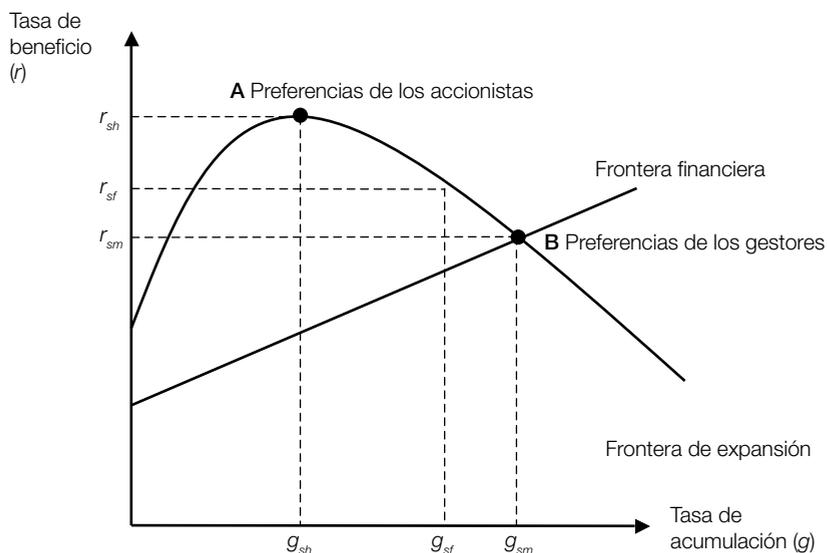
La teoría canónica postkeynesiana de la empresa se basa en una idea muy parecida. Como se muestra en el gráfico n.º 1,

la decisión de inversión de la empresa se determinará por la interacción de la frontera de expansión y la frontera financiera, tal y como éstas son percibidas por la empresa. Mientras que la frontera de expansión determina la rentabilidad esperada de la empresa como una función de su tasa de crecimiento, la frontera financiera indica la tasa máxima de crecimiento que la empresa puede alcanzar dadas sus decisiones en materia de financiación y de fijación de precios, las cuales están sujetas a conflictos con los trabajadores y con los rentistas.

El gráfico n.º 1 sirve como punto de referencia para el resto del artículo. Esta representación aparece por primera vez en

Gráfico n.º 1

### La empresa postkeynesiana y el conflicto accionista-gestor



Fuente: Dallery y Van Treeck (2008, p. 9).

Wood (1975). Aquí, usaremos su moderna configuración (Lavoie, 1992; Dallery, 2008), y presentaremos un modelo básico que supone dejar de lado diversas complejidades. Su principal virtud es que puede ser pedagógicamente representada como un simple diagrama de dos curvas que relaciona las tasas de beneficio y de acumulación.

El primer componente de la teoría tradicional de la empresa es la restricción financiera, representada en el gráfico n.º 1 por la frontera financiera. Los beneficios son un prerrequisito para la inversión pues son un medio para financiarla internamente. A su vez, los beneficios son vistos por los bancos como un indicador de las garantías que ofrece la empresa como deudor; además, una empresa rentable tendrá más fácil el aumentar sus recursos emitiendo nuevas acciones. Partiendo de la igualdad contable entre fuentes y empleo de los recursos, planteamos que la empresa individual debe decidir su gasto en inversión productiva y en inversión financiera, dados sus beneficios no distribuidos y los fondos procedentes del nuevo endeudamiento neto y de la emisión de nuevas acciones:

$$(\Pi - iD) + x_s I + x_d I = I + x_f I + (1 - s_f)(\Pi - iD) \quad (1)$$

$$\Leftrightarrow s_f(\Pi - iD) + x_s I + x_d I = I + x_f I$$

siendo  $s_f$  el ratio de retención de beneficios,  $\Pi$  los beneficios de la empresa,  $i$  el tipo de interés,  $D$  el *stock* de deuda,  $I$  la inversión física, y  $x_s$ ,  $x_d$  y  $x_f$  la emisión neta de nuevas acciones, la nueva deuda neta y la inversión financiera, respectivamente, cada una de ellas expresadas como un ratio respecto a la inversión física. Reordenaremos esta ecuación para tener el margen mínimo de beneficios ( $\pi$ ) necesario para financiar una tasa de crecimiento dada del *stock* de capital ( $g$ ):

$$\pi = \frac{\Pi}{Y} = \left( \frac{I}{K} \frac{K}{Y} \frac{Y}{Y} \right) \left( \frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + \left( \frac{K}{Y} \frac{Y}{Y} \right) i \frac{D}{K} \quad (2)$$

$$\Leftrightarrow \pi = \left( \frac{gV}{u} \right) \left( \frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + \left( \frac{v}{u} \right) id$$

donde  $v$  es el ratio del *stock* de capital respecto a la producción de plena capacidad,  $u$  es la tasa de utilización de la capacidad productiva de la empresa y  $d$  es el ratio de la deuda en relación al *stock* de capital. Cuanto más desea invertir la empresa, mayor es el margen de beneficios necesario para financiar el objetivo de acumulación. Además, la empresa necesitará un mayor margen de beneficios en caso de fuertes inversiones en los mercados financieros, si el tipo de interés es alto o si el ratio deuda/capital es elevado. Por el contrario, la empresa podrá asegurar su inversión más fácilmente, si tiene un alto ratio de retención de beneficios, si financia una parte importante de la inversión mediante nueva deuda neta o mediante ampliaciones de capital.

El margen de beneficios es un determinante clave para la política de precios de la empresa. Dado que se supone que la empresa postkeynesiana fija los precios de acuerdo a un mecanismo basado en incorporar un añadido a los costes, se puede derivar la fórmula general del establecimiento de los precios basado en el margen de la empresa (*mark-up*) de la siguiente forma:

$$p = (1 + m) \frac{w}{\mu} \quad (3)$$

donde  $m$  es el *mark-up*,  $w$  los costes laborales y  $\mu$  la productividad del trabajo. En ausencia de empleo no relacionado directamente con la actividad productiva, es posi-

ble establecer una relación simple entre el *mark-up* y el margen de beneficios:

$$\pi = \frac{m}{1+m} \quad (4)$$

Se deduce que la frontera financiera puede estar asociada al comportamiento de los precios de la empresa. La frontera financiera indica el margen mínimo de beneficios necesario para asegurar la inversión. Desde esta perspectiva, la necesidad de asegurar la inversión mediante altos márgenes entra en conflicto con la necesidad de expandir las ventas mediante precios bajos.

En el resto del trabajo, expresaremos la frontera financiera en función de las tasas de beneficio para poder colocarla en el mismo plano que la frontera de expansión, por lo que la frontera financiera de la expresión (2) se transforma en:

$$r = g \left( \frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + id \quad (5)$$

La restricción financiera proporciona ahora la tasa mínima de beneficio necesaria para implantar cualquier tasa de acumulación. Gráficamente, el área a la derecha de la restricción financiera es insostenible, pues la empresa es incapaz «de conseguir los recursos suficientes para ejecutar sus proyectos» (Keynes, 1930, vol. II, p. 149). Por el contrario, las empresas situadas a la izquierda disfrutaban de oportunidades financieras para realizar un gasto adicional.

El segundo componente de la teoría de la empresa es denominado por Lavoie (1992) la frontera de expansión. Indica el nivel máximo de rentabilidad que puede esperar una empresa para una tasa dada de inversión. Muestra una relación cóncava entre la acumulación y los beneficios esperados. Típicamente, las tasas de acumulación y beneficios están relacionadas positivamente

cuando las tasas de crecimiento son bajas y negativamente cuando las tasas de crecimiento son altas (gráfico n.º 1). Formalmente, la lógica de la frontera de expansión puede ser ilustrada mediante la descomposición contable habitual de la tasa de beneficio:

$$r = \frac{\Pi}{K} = \frac{\Pi}{Y} \frac{Y}{Y^*} \frac{Y^*}{K} = \frac{\pi u}{v} \quad (6)$$

Cuando las tasas de acumulación son bajas, la empresa puede incorporar ganancias de eficiencia gracias a la implantación de nuevas tecnologías de producción. El aumento de la productividad permite a la empresa mejorar su margen de beneficios sin aumentar su precio (ver ecuaciones 3 y 4), con lo que la tasa de beneficio aumenta para una tasa de utilización de la capacidad productiva dada. Cuando las tasas de acumulación son altas, la empresa está obligada a reducir su precio y, por tanto, su margen de beneficios si quiere aumentar sus ventas manteniendo constante su nivel de utilización.<sup>2</sup> La *posición* de la frontera de expansión se explica por la tasa de utilización de la capacidad productiva, por las distintas influencias macroeconómicas sobre el margen de beneficios que surgen de los conflictos con los trabajadores o por la intensidad de la competencia en el mercado. Además, una empresa con mejor tecnología (con un ratio más bajo de capital respecto a la producción máxima) se beneficia de una ventaja competitiva sobre sus

<sup>2</sup> Lavoie (1992, p. 115) destaca la importancia del «efecto Penrose»: «No existen economías de escala de gestión negativas, sino que hay costes crecientes de crecimiento. El segmento negativo de la frontera de expansión [...] se debe así en parte a las dificultades inherentes de la gestión para enfrentarse de manera eficiente con el cambio y la expansión». De forma más convincente, Woods (1975) explicaba esta relación negativa por la necesidad de la empresa de reducir su margen de beneficio si desea crecer a una tasa más rápida, debido a la competencia con otras empresas por la cuota de mercado y a los costes crecientes de venta, como los costes de publicidad.

rivales, y esto implica que su frontera de expansión estará situada por encima de la de sus competidores. La empresa podrá, para cada tasa de acumulación, aplicar un margen de beneficios más alto que sus rivales.

## 2.2. Los objetivos microeconómicos de los diferentes 'stakeholders' y su importancia macroeconómica

La posición de las fronteras financieras y de expansión, así como la forma en la que la empresa afronta las diferentes restricciones existentes a sus decisiones de inversión, dependen de forma crítica de los intereses y de las relaciones de poder entre los distintos *stakeholders* de la empresa. Desde esta perspectiva, la teoría postkeynesiana de la empresa es claramente una teoría institucional e históricamente contingente. En particular, podemos identificar tres tipos de conflictos dentro de la empresa: a) el conflicto entre el propietario y el gestor sobre la política de inversión, b) el conflicto entre trabajadores y capitalistas sobre la distribución de la renta, y c) el conflicto gestor-accionista-acreedor sobre la financiación de la inversión. En el resto de la sección, discutiremos cómo el resultado de estos conflictos puede haber afectado al desarrollo macroeconómico durante el periodo fordista y durante la financiarización.

### a) *El conflicto entre propietarios y gestores sobre la política de inversión (maximización de beneficios frente a crecimiento a largo plazo)*

El conflicto gestor-propietario surge del postulado de la existencia de un *trade-off* entre la rentabilidad esperada y el crecimiento. El propio Keynes (1936) defiende que en la primera etapa del desarrollo capi-

talista, la cual denominamos *capitalismo emprendedor*, las expectativas de beneficio no fueron un papel clave en las decisiones de acumulación de la empresa:

En anteriores épocas, cuando las empresas eran básicamente propiedad de quienes las gestionaban o de sus amigos y socios, la inversión dependía de una oferta suficiente de individuos de carácter optimista y con impulsos constructivos que entendían los negocios como una forma de vida, sin confiar en un cálculo preciso de los posibles beneficios. Los empresarios practican un juego mezcla de habilidad y oportunidad, cuyos resultados promedio son desconocidos para los jugadores. Si la naturaleza humana no sintiera la tentación de arriesgarse, ni la satisfacción de construir una factoría, un ferrocarril, una mina o una hacienda, no existiría tal inversión si ésta fuera el resultado de un frío cálculo.

(Keynes, 1936 [1997, p. 150]).

En contraste, en el *capitalismo financiero* del periodo de entreguerras, los accionistas se habían convertido en los actores dominantes en el seno de las empresas y las presiones por la rentabilidad expresadas a través del mercado bursátil anulaban el deseo de expansión del emprendedor individual:

Así, ciertas clases de inversión están gobernadas por la expectativa promedio de aquellos que participan en el mercado bursátil, más que por las expectativas genuinas del emprendedor profesional. Como resultado del aumento gradual de la proporción de las acciones en la inversión agregada de capital de la comunidad, la cual es propiedad de personas que no gestionan o que no tienen un especial conocimiento de las circunstancias, presentes o futuras, del negocio en cuestión, la importancia del conocimiento real de la valoración de las inversiones por aquellos que las poseen o de aquellos que contemplan su compra ha declinado.»

(Keynes, 1936 [1997, p. 151-3]).

En nuestra opinión, se puede efectuar una comparación similar para las etapas tercera y

cuarta del desarrollo del capitalismo, es decir, el fordismo y la financiarización. En la teoría tradicional postkeynesiana de la empresa, se plantea que la gestión de las grandes empresas (la «megacorporación» de Eichner, 1976) es en gran medida autónoma en sus decisiones de inversión. El principal interés de esta gestión (la «tecnoestructura» de Galbraith, 1967) ha sido tradicionalmente identificado con el crecimiento de la empresa, sujeto únicamente a restricciones no severas de rentabilidad reforzadas por los rentistas. Las siguientes citas aclaran este aspecto:

[...] la propiedad de las empresas [...] se limita a la clase capitalista. Esta puede dividirse entre emprendedores y rentistas. Este último grupo, aunque tiene un interés en la propiedad de la empresa, no participa activamente en su control. [...]. Los emprendedores son controladores y propietarios de parte de las empresas y toman las decisiones sobre el funcionamiento de las empresas.

(Sawyer, 1985, p. 72).

Una vez que la tecnoestructura está asegurada por un nivel mínimo de ganancias, entonces se plantea la elección de los objetivos. Nada es tan imprescindible como la necesidad de sobrevivir. Sin embargo, no hay dudas sobre cómo se ejerce esta elección. Consiste en alcanzar la mayor tasa posible de crecimiento corporativo medida por el aumento de las ventas.

(Galbraith, 1967, p. 177).

En la empresa madura, la tecnoestructura fija los precios no a aquel nivel que maximiza los beneficios sino al nivel donde más contribuye a la seguridad de la tecnoestructura y al crecimiento de la empresa.

(Galbraith, 1967, pp. 252-3).

Según el gráfico n.º 1, se puede defender que en la era fordista, en donde los gestores tenían el control pleno de las políticas de acumulación de las empresas, el crecimiento se maximizará en el punto de intersección entre las fronteras de expansión y financiera (La-

voie, 1992, p.117; 2004, p. 52; Dallery y Van Treeck, 2008), es decir, operando la segunda restricción financiera de Keynes.

El supuesto de maximización del crecimiento no implica que los beneficios no sean importantes para la gestión. Tanto los accionistas como los gestores buscan los beneficios, pero para los gestores estos son medios para alcanzar un fin, mientras que para los accionistas son un fin en sí mismos. En un ambiente de incertidumbre radical (Knight, 1921; Keynes, 1936; Davidson, 1996), la empresa individual debe adoptar políticas estratégicas para sobrevivir a largo plazo (Dunn, 2001). En particular, estas políticas deben reducir la incertidumbre, y la mejor forma de lograrlo es mediante el crecimiento. Mientras crece, la empresa aumenta el poder sobre su entorno (clientes, competidores, proveedores y el Estado). Pero para poder crecer y acumular al ritmo deseado por los gestores, la empresa necesita asegurarse los medios necesarios para financiarse. Los beneficios son así un prerrequisito para el crecimiento pues solventan la restricción financiera que opera sobre la acumulación. Así, en el gráfico n.º 1, los gestores derivan un objetivo implícito de la tasa de beneficio,  $r_{sm}$ , a partir de su objetivo de crecimiento,  $g_{sm}$ .

La prioridad dada por los gestores al crecimiento ha sido criticada por la literatura de la Nueva Economía Institucional relativa a los problemas de agencia, o más recientemente por la literatura dedicada a las nuevas reglas de gobernanza empresarial (por ejemplo, Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; OECD, 1998). El argumento es que existe una especie de tamaño óptimo de la empresa, y que los gestores siempre van más allá de ese tamaño óptimo generando una administración nitidamente improductiva y, más generalmente, un uso ineficiente de los recursos y, por tanto, una pérdida de eficiencia.

Desde esta óptica, hay que disciplinar a los gestores para evitar un crecimiento excesivo de la empresa. En términos del gráfico n.º 1, cuando los accionistas dominan por completo a los gestores, la empresa alcanzará una tasa de crecimiento  $g_{sh}$ , en un intento de lograr la tasa de beneficio más alta posible,  $r_{sh}$ , dados los niveles de demanda, productividad y competitividad. Pero, como discutiremos en la siguiente sección, existe un efecto composición a nivel macroeconómico. De hecho, si un recorte de la inversión para reducir el tamaño de la empresa y aumentar la rentabilidad tiene éxito a nivel microeconómico, el mismo comportamiento a escala macroeconómica puede llevar a una depresión. De nuevo, hay que resaltar que la inversión es un componente clave de la demanda agregada. Si todas las empresas reducen la inversión, la demanda agregada se deprimirá, y el aumento de la rentabilidad, razón última de esta política, desaparecerá.

b) *El conflicto entre trabajadores y capitalistas sobre la distribución de la renta (reducción de costes salariales frente a aumento renta salarial real)*

Respecto a la empresa individual, se supone que los trabajadores demandan un alto nivel de salarios, basado en una idea de un objetivo de salarios reales. Para simplificar el marco analítico, suponemos que los trabajadores realmente demandan una determinada tasa de salario real en el plano macroeconómico, lo que supone que, en el plano microeconómico, están interesados en alcanzar una determinada participación de los salarios en el valor añadido de su empresa. El conflicto surge porque a su vez los salarios son percibidos como una renta para los trabajadores y como un coste para las empresas. Como renta,

para los trabajadores los salarios deben aumentar, ya que les mejora su capacidad de gasto y sus niveles de vida. Como coste, para la empresa individual los salarios deben moderarse, porque, para unas condiciones de precios y productividad dadas, unos mayores salarios significan menos beneficios (ver ecuación 3). Como se ve en el gráfico n.º 1, desde el punto de vista de la empresa individual unos salarios reales más elevados implican un desplazamiento hacia abajo de la frontera de expansión. Sin embargo, en el plano macroeconómico, el consumo que surge de los salarios alimenta la demanda y, por tanto, los beneficios (la frontera de expansión del gráfico n.º 1 se desplaza hacia arriba). Este efecto agregado de la demanda, también llamado la «paradoja de los costes», está en el corazón de la macroeconomía postkeynesiana, y explica la posibilidad de un crecimiento «guiado por los salarios» en el sentido de Bhaduri y Marglin (1990): la empresa individual está interesada en minimizar su masa salarial, pero si todas las empresas actúan en la misma dirección, la demanda agregada se deprimirá, y la empresa individual no conseguirá el aumento en los beneficios mediante el freno de su masa salarial.

c) *El conflicto a tres bandas entre gestores, accionistas y bancos en torno a la estructura financiera de las empresas*

El tercer conflicto al que antes aludíamos implica a los gestores, los accionistas y los bancos y se refiere a la estructura financiera de las empresas. La preferencia de los gestores por el crecimiento implica una necesidad de fondos para financiar la inversión. Debido a su aversión al endeudamiento, que implica fragilidad financiera y depen-

dencia de los bancos, el mecanismo de financiación preferido por los gestores es la autofinanciación mediante los beneficios retenidos. Los accionistas, interesados en el valor de mercado de la empresa, se oponen a nuevas emisiones de acciones para financiar la inversión, ya que esto ampliaría el número de perceptores de dividendos. Pero los accionistas también se oponen a la autofinanciación, porque, en calidad de propietarios de las empresas, demandan que los beneficios les sean abonados a ellos bien en forma de dividendos o de acciones procedentes de la autocartera de la empresa.

En resumen, los accionistas quieren que las empresas moderen el gasto en inversión y financiarlo mediante deuda. La cuestión es que los accionistas no están básicamente preocupados por la supervivencia a largo plazo de las empresas. Más bien, su interés se centra en la rentabilidad de su cartera diversificada de activos (Crotty, 1990). Como resultado, desearían incrementar al máximo el apalancamiento, y ello con independencia de la fragilidad financiera que supone para una empresa concreta.

Pero, de nuevo, existen efectos de «agregación» en el plano macroeconómico. Por un lado, el crecimiento macroeconómico puede ser «guiado por la deuda», cuando las empresas de forma simultánea aumentan la distribución de beneficios, y, por lo tanto estimulan el consumo personal, y llevan a cabo más y más proyectos de inversión, como resultado, digamos, de un *boom* en el mercado bursátil o de unas expectativas de beneficio marcadamente optimistas. En este escenario, los bancos pueden estar dispuestos a garantizar nuevos préstamos incluso por encima del umbral máximo de endeudamiento tolerado en el pasado. Por otro lado, sin embargo, esta menguante prudencia por

parte de empresas y bancos conduce a una creciente fragilidad financiera del sistema. En caso de que se produzca un pequeño bache en el crecimiento económico, esta ausencia de cautela podría conducir a una recesión originada por una cadena de bancarrotas (Minsky, 1986 [2008]). La dinámica macroeconómica se desplazaría entonces desde un régimen de crecimiento «guiado por la deuda» a uno de «carga de la deuda» (Taylor, 2004). A largo plazo, los mayores ratios de apalancamiento pueden, por lo tanto, estar asociados con un menor crecimiento a escala macroeconómica (véase, Steindl, 1952; Lavoie, 1995; Hein, 2006; Dallery y Van Treeck, 2008; van Treeck, 2009).

### 3. DE LA TEORÍA DE LA EMPRESA A LOS RÉGIMENES HISTÓRICOS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO

Tras esta presentación general de las diferentes interacciones entre los objetivos de los *stakeholders*, presentamos en este apartado un análisis esquemático de las dos últimas etapas de desarrollo del capitalismo, haciendo uso del gráfico n.º 1. Por un lado, en el apartado 3.1., estudiamos el capitalismo gerencial (o gestionado) que parece haber prevalecido durante la edad dorada del capitalismo, también conocida como la era fordista. Por otro, en el apartado 3.2., presentamos la dinámica micro y macroeconómica que supone el nuevo capitalismo dominado por las finanzas.

#### 3.1. El sistema cooperativo del fordismo o el capitalismo gestionado

Durante las tres primeras décadas siguientes al fin de la Segunda Guerra Mun-

dial, los países industrializados establecieron una especie de *capitalismo gestionado* en el cual los gobiernos se comprometían a gestionar la demanda agregada y el Estado del bienestar. Respecto a la empresa, como ha quedado descrito, los gestores dominaron el conflicto con los acreedores, y los trabajadores lograron una favorable posición negociadora frente a los capitalistas. Los accionistas jugaron un papel esencialmente pasivo en los potenciales conflictos con los gestores y los acreedores, como antes señalamos.

Aunque la empresa fordista formula un objetivo de crecimiento, éste último puede traducirse en un objetivo implícito de la tasa de beneficio,  $r_{sm}$ , sobre la base del gráfico n.º 1. En equilibrio, la empresa individual decide acumular a la tasa  $g^* = g_{sm}$ , con una tasa de beneficio  $r^* = r_{sm}$  la cual financia y legitima el objetivo de acumulación. Ahora bien, si hacemos que  $r^* = r_{sm}$  sea una condición para el equilibrio a largo plazo, surge la cuestión de cómo reacciona la empresa a las desviaciones del equilibrio. En diversos trabajos Lavoie (1992, 2002, 2003) ha planteado que el objetivo de la tasa de beneficio de las empresas puede ajustarse a la tasa efectiva de beneficio en la medida en que los objetivos no se cumplen. Aunque Lavoie no aporta ninguna base de comportamiento para este proceso de ajuste, en nuestra opinión revela una manera gerencial, o fordista, de pensar la empresa, de acuerdo con la cual los objetivos de rentabilidad se subordinan a los de crecimiento, y donde, según Lavoie (1992, p. 107), «los accionistas tienen un papel puramente pasivo». Siguiendo la notación del gráfico n.º 1, podemos describir el proceso de ajuste propuesto por Lavoie de la siguiente forma:

$$\Delta r_{sf} = \Delta r_{sm} = \rho_1 (r^*_{-1} - r_{sm-1}). \quad (7)$$

De acuerdo con la ecuación (7), las empresas ajustan su tasa objetivo de rentabilidad,  $r_{sf}$ , a la tasa real de beneficios que permiten las condiciones de demanda, productividad y distribución (ver ecuación 6). Si combinamos este mecanismo de ajuste con los argumentos planteados en la sección precedente, podemos describir la dinámica esencial del crecimiento fordista de la siguiente manera (ver gráfico n.º 2). Supongamos un aumento permanente de los salarios reales, debido a un aumento en el poder de negociación de los trabajadores.

En el plano microeconómico de la empresa, esto implica mayores costes y, por tanto, menores beneficios. Inicialmente, la frontera de oportunidad se desplaza hacia abajo. Pero en el plano macroeconómico, los mayores salarios reales estimulan el consumo, dado que la propensión al ahorro de la renta salarial es menor que la de la renta proveniente de los beneficios.

Cuando la economía está «guiada por los salarios», el efecto expansivo de los mayores salarios compensa sobradamente el efecto contractivo de los mayores costes. Por lo tanto, la frontera de oportunidad se desplaza hacia arriba. Para una tasa de acumulación dada, la empresa es más rentable de lo inicialmente esperado. Entonces, los gestores reaccionarán aumentando la inversión, ya que la mayor rentabilidad permite financiar nuevos planes de inversión. Volviendo al plano macroeconómico, esto de nuevo estimula la demanda, y, como resultado, la frontera de oportunidad se desplaza otra vez hacia arriba. Al final del proceso, la tasa de beneficio realizada es igual a la tasa definida como objetivo. Los gestores descubren que es posible una mayor tasa de acumulación, pero esto, visto desde el lado financiero, requiere una tasa de beneficio permanentemente más

elevada. Dado que los trabajadores dominan el conflicto por la distribución, la única manera para las empresas de realizar la necesaria mayor tasa de beneficios es aumentando la tasa de utilización.<sup>3</sup> Obviamente, debe existir una tasa máxima de utilización aceptable para los gestores.

Nótese que es probable que el mayor crecimiento resultante del dominio creciente de los trabajadores en el conflicto distributivo afecte a la frontera financiera (gráfico n.º 2) y al conflicto mantenido entre gestores, accionistas y acreedores sobre la estructura financiera. Tal y como plantean, entre otros, Lavoie (1995), Hein (2006), Dallery y van Treeck (2008), en determinadas circunstancias es probable que una mayor tasa de acumulación esté asociada a un menor ratio deuda/capital de las empresas, resultado éste que es reminiscente de la «paradoja macroeconómica de la deuda» destacada por Joseph Steindl. Aunque las empresas individuales aumentan su endeudamiento, los positivos efectos macroeconómicos sobre los beneficios y el *stock* de capital derivados de la mayor inversión son tales que el ratio de apalancamiento de las empresas disminuye (disminuye el parámetro  $d$  de la ecuación 5). La frontera financiera del gráfico n.º 2 se desplaza hacia abajo, posibilitando un aumento adicional de la acumulación.

Al final, aparentemente la macroeconomía del capitalismo gestionado produce un círculo virtuoso de crecimiento y beneficios. Además, estas dinámicas son cooperativas

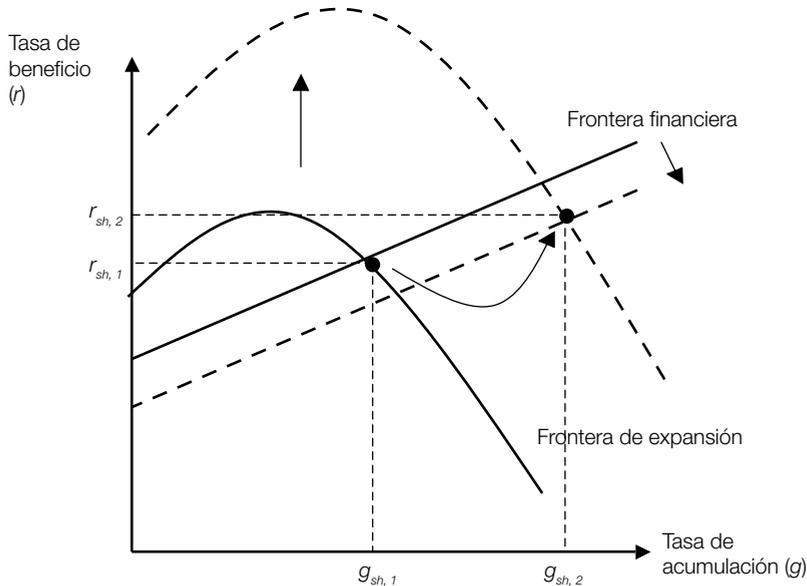
ya que los trabajadores reciben mayores salarios, los gestores aplican políticas de crecimiento y los accionistas perciben altos beneficios, a la vez que los bancos están satisfechos con los bajos ratios de apalancamiento de las empresas. Ahora bien, la naturaleza cooperativa del capitalismo no significa que todo ocurra en un marco de perfecta armonía: los conflictos siguen sucediéndose dentro de las empresas. Lo que muestra es que las configuraciones institucionales del capitalismo gestionado (los acuerdos sobre salarios y beneficios) pueden llevar a resultados cooperativos para los diferentes *stakeholders* de las empresas. Aun cuando estos grupos pueden tener *ex-ante* intereses diferentes, los acuerdos macroeconómicos del capitalismo gestionado permiten una reconciliación parcial *ex-post* de dichos intereses contrapuestos.<sup>4</sup>

Esta imagen gloriosa del capitalismo cooperativo debe matizarse para evitar una imagen excesivamente idealizada. En concreto, existen diferentes factores que limitan la escala de la mencionada dinámica. Esos límites se encuentran en las críticas tradicionales efectuadas a la economía keynesiana. En primer lugar, cuanto más ricos son los trabajadores más ahorran. Entonces, los efectos positivos macroeconómicos de los mayores salarios se aminoran al reducirse el efecto multiplicador. En segundo lugar, el razonamiento es válido en una economía cerrada. Pero en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial, la globalización ha supuesto una apertura creciente de las economías. En un entorno

<sup>3</sup> Como señalan Lavoie (2002, 2003) y Missaglia (2007, p. 79), el proceso de ajuste descrito en la ecuación 7 es estable porque cuando las empresas revisan al alza la tasa de beneficio marcada como objetivo, la participación de los beneficios aumenta, lo cual frena el aumento en la tasa de beneficio en un sistema guiado por los salarios.

<sup>4</sup> Dallery y Van Treeck (2008) plantean que un elemento clave para la posibilidad de una reconciliación (parcial) de los intereses contrapuestos de los diferentes grupos sociales es el supuesto de la existencia de una tasa endógena a largo plazo de utilización de la capacidad productiva.

Gráfico n.º 2

**Micro y macroeconomía del capitalismo gestionado**

Fuente: Dallery y Van Treeck (2008).

mundial competitivo no-cooperativo, los efectos negativos microeconómicos de los elevados salarios (costes laborales) pueden ser mayores que los efectos positivos generados sobre la demanda debido al consumo de bienes extranjeros<sup>5</sup>. En tercer lugar, el *stock* de capital puede haber alcanzado un tamaño en el cual los bienes de capital adicionales pueden ser menos rentables. Gráficamente, los dos primeros límites implican un desplazamiento hacia abajo de la frontera de oportunidad, mientras que el tercer límite genera una caída

más acentuada de la parte de pendiente negativa de la frontera de oportunidad.

Estos límites, así como una revolución ideológica y política de cuño conservador, han contribuido a un cambio radical en el marco institucional y en la dinámica macroeconómica de los países industrializados a partir de principios de los ochenta. Este será el tema del siguiente apartado.

### 3.2. El sistema conflictivo del capitalismo financiarizado

La edad dorada del capitalismo generó resultados cooperativos para los distintos

<sup>5</sup> Puede objetarse a esta crítica que en su conjunto la Tierra es una economía cerrada, y que, por tanto, está guiada por los salarios.

agentes durante casi treinta años. Por el contrario, con el proceso de financiarización, la orientación del accionista por el valor se ha convertido en la referencia central de las prácticas de gobernanza corporativa, subordinándose los intereses del resto de *stakeholders* a los de los accionistas. Paradójicamente, la desregulación de los mercados financieros tuvo lugar cuando todo el mundo creyó que se beneficiaría de ella. Para los trabajadores, la creciente sofisticación de los mercados financieros apareció en un momento en el que buscaban invertir sus mayores ahorros; para los bancos, les ofrecía nuevas oportunidades de beneficios; para los gobiernos, era la promesa de una financiación óptima de sus crecientes endeudamientos; para los accionistas, suponía, en primer lugar, la forma de recuperar el poder dentro de las empresas (disciplinando a la dirección) y, en segundo lugar, conseguía así imponer una nueva distribución de la renta y la riqueza a escala macroeconómica.

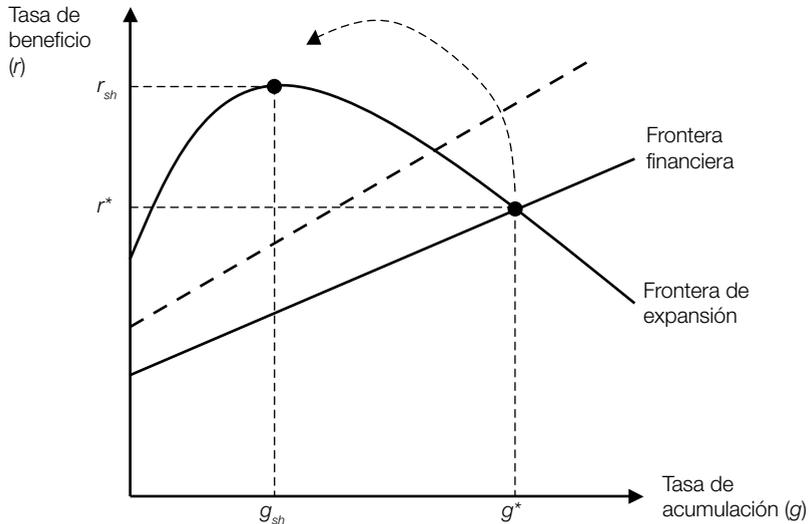
En el ámbito de las empresas, el único grupo para el cual la desregulación de los mercados financieros no era a priori favorable para sus intereses era el de los gestores. Este grupo apoyó finalmente ese proceso gracias a la nueva orientación dada a sus regímenes retributivos. De hecho, los directivos vieron cómo sus remuneraciones evolucionaban desde una base orientada al crecimiento a una base orientada hacia la rentabilidad. El objetivo de esta revolución era impedir a los gestores embarcarse en la creación de emporios que malgastaran el dinero de las empresas en inversiones arriesgadas. El nuevo grupo dominante en las empresas (los accionistas) estableció reglas de gobernanza corporativa que dictaban cuáles iban a ser las nuevas prácticas empresariales a seguir por los directivos: reducción de tamaño y concentración en la actividad central de la em-

presa, selección drástica de las inversiones rentables, distribución de dividendos, reparto de acciones procedentes de la autocartera, altos niveles de apalancamiento, etc.

La microeconomía de este *capitalismo financiarizado* puede representarse mediante el diagrama de la empresa empleado en la sección precedente (gráfico n.º 3). La nueva política inversora defendida por los accionistas representa un movimiento a la izquierda a lo largo de la frontera de expansión. En otras palabras, las empresas tienen que recortar los planes de inversión para generar mayores tasas de beneficio. En un segundo paso, estos beneficios serán distribuidos a los accionistas bien mediante dividendos o mediante acciones de la autocartera de las empresas. Esto lleva a una rotación en sentido opuesto a las agujas del reloj y a un desplazamiento hacia arriba de la frontera financiera (gráfico n.º 3) ( $x_s$  y  $s_f$  caen y  $d$  aumenta en la ecuación 5). Sin embargo, en nuestro ejemplo gráfico, la frontera financiera no compromete las decisiones sobre las nuevas inversiones ya que estamos por encima de la frontera financiera. Esto implica que la tasa de beneficios fijada como objetivo generaría fondos adicionales disponibles para financiar la distribución del *cash flow* a los accionistas.

La representación de la nueva estrategia de la empresa individual parece a priori coherente con los hechos esenciales observados a escala macroeconómica, en donde las empresas parece que tuvieron elevadas tasas de beneficio junto con una acumulación decreciente. Pero, partiendo de esta consistencia apriorística no deberíamos concluir de forma precipitada que el divorcio macroeconómico entre acumulación y beneficios surge de un *trade-off* elegido por las empresas individuales. De hecho, esta coherencia es compleja e implica diversos

Gráfico n.º 3

**La microeconomía del capitalismo financiarizado**

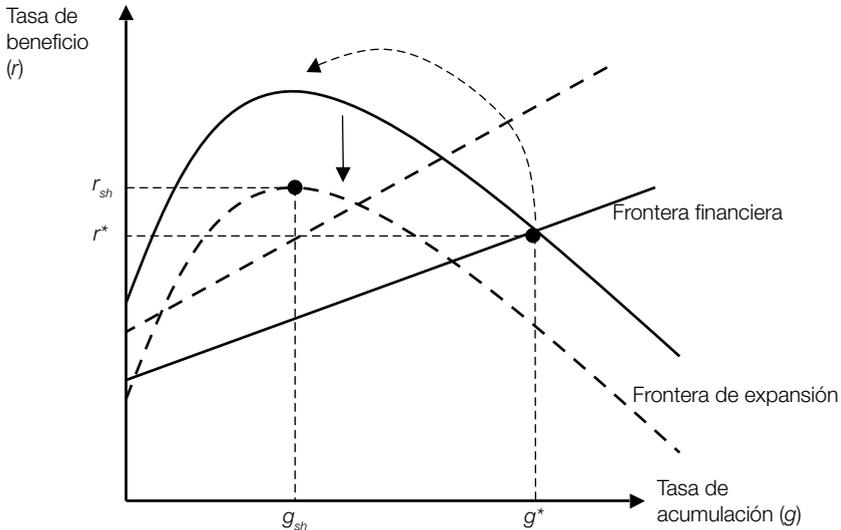
Fuente: Dallery y Van Treeck (2008).

efectos agregados macroeconómicos. Como se ha destacado anteriormente, cuando muchas empresas deciden frenar la acumulación, la demanda agregada se deprimirá, y, por lo tanto, la frontera de expansión se desplazará hacia abajo (gráfico n.º 4). En este caso, la empresa individual no realizará la tasa esperada de beneficios que motivó su decisión de reducir la inversión. Al afrontar esta expectativa insatisfecha, la reacción de las empresas podría ser una nueva reducción de la inversión, generando una espiral deflacionista a escala macroeconómica. Pero, sobre todo, no debemos olvidar que el *capitalismo financiarizado* ha estado ligado a un escaso crecimiento de los salarios reales (de los trabajadores manuales). Como tal, el estancamiento de los salarios reales muestra una tendencia con-

tractiva en la demanda de consumo agregado, lo que refuerza el efecto depresivo de la desaceleración de la acumulación. Si a escala microeconómica la moderación salarial puede representarse por un desplazamiento hacia fuera de la frontera de expansión, la generalización de este tipo de políticas a escala macroeconómica afecta negativamente a la rentabilidad al reducir la demanda y, por tanto, desplaza hacia abajo la frontera de expansión. A primera vista, la financiarización debería, por lo tanto, estar relacionada con una tendencia hacia la depresión debido al dominio de los accionistas en el conflicto con los gestores por las políticas de acumulación y por la redistribución de renta en detrimento de los salarios, resultado del deterioro en la capacidad negociadora de los trabajadores.

Gráfico n.º 4

**La micro y macroeconomía de la búsqueda de beneficios**



Fuente: Dallery y Van Treeck (2008).

No obstante, cuando observamos la realidad, parece que el *capitalismo financierizado* no se ha caracterizado por una implosión de las economías y tanto el crecimiento económico como la rentabilidad de las empresas en los últimos decenios han sido relativamente fuertes. Basándonos en el sencillo análisis desarrollado en este trabajo, podemos dar la siguiente explicación (para unos análisis más completos, véase Cordonnier, 2006; y Dallery y Van Treeck, 2008).

Hasta ahora, no hemos tenido en cuenta los efectos potencialmente expansivos del *capitalismo financierizado*. En particular, no hemos mencionado los efectos positivos del consumo de los capitalistas y del endeudamiento familiar sobre la demanda

agregada. Como es bien conocido, en términos contables, los beneficios macroeconómicos están dados por la siguiente expresión<sup>6</sup>:

$$\Pi = I + C_C - S_W \tag{8}$$

En esta fórmula  $I$  es la inversión,  $C_C$  el consumo de los capitalistas y  $S_W$  el ahorro de los trabajadores. Aunque el *capitalismo financierizado* muestra una presión sobre los gestores para frenar el ritmo de expan-

<sup>6</sup> Visto desde el lado de la renta, el producto nacional es la suma de los salarios y de los beneficios ( $Y = W + \Pi$ ). Desde el lado del gasto, el producto nacional es la suma del consumo de los trabajadores surgido de las rentas del trabajo, del consumo de los capitalistas procedente de los beneficios distribuidos, y de la inversión de los capitalistas ( $Y = C_W + C_C + I$ ). Combinando estas dos expresiones se llega de forma inmediata a la ecuación (9).

sión de las empresas, también implica una creciente distribución de los beneficios (lo que de forma mecánica reduce el ahorro) y un crecientemente fácil acceso al crédito incluso para las familias con rentas bajas (lo que es una forma de aumentar el consumo a pesar del estancamiento de los salarios reales).

En la actual configuración del capitalismo, los accionistas parecen mostrar unas demandas de rentabilidad muy poco flexibles. Esperan que las empresas les proporcionen un determinado nivel de rentabilidad financiera<sup>7</sup>. Cuando la rentabilidad real no resulta satisfactoria, las empresas hacen uso del apalancamiento y distribuyen los dividendos y recompran sus propias acciones para satisfacer a los accionistas. En Dallery y Van Treeck (2008), hemos propuesto el siguiente proceso de ajuste como una descripción de las políticas financieras de las empresas en la financiarización:

$$\Delta s_f = -\delta_2 (r_{sf,t-1} - r^*_{-1}), \quad (9)$$

donde  $s_f$  es la participación de los beneficios retenidos por las empresas y no distribuidos a los accionistas en forma de dividendos o de acciones procedentes de la autocartera.

En el modelo macro desarrollado por Dallery y van Treeck (2008), la ecuación (8) sirve para sustituir el proceso de ajuste de la ecuación (7) y tomar en consideración el cambio de régimen del fordismo a la financiarización. Aquí, intentamos ilustrar gráficamente la lógica del capitalismo financiarizado mediante el gráfico n.º 5. En primer lugar, la contracción de la inversión causa un retroceso económico, al desplazarse

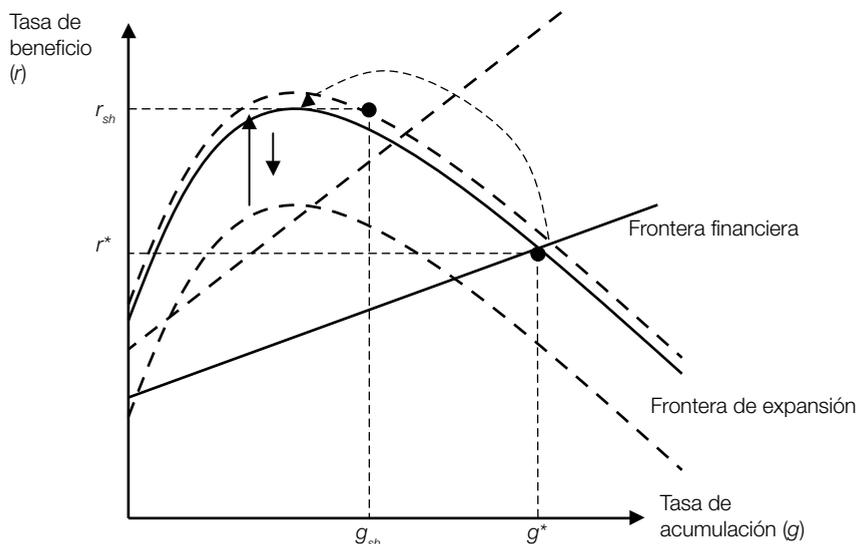
hacia abajo la frontera de expansión de la empresa representativa. Esto genera presiones sobre la voluntad de los gestores de satisfacer las demandas (macroeconómicas) de los accionistas. Pero, entonces, las empresas aumentan su endeudamiento para pagar a los accionistas su «carga» financiera, y son precisamente estos pagos financieros a los accionistas los que posibilitan una recuperación económica real merced al consumo de los dividendos distribuidos y de la mayor riqueza bursátil. En otras palabras, las medidas adoptadas para contener las presiones financieras microeconómicas (aumentando el apalancamiento para satisfacer las demandas financieras de los accionistas) llevan a resolver estas presiones a escala macroeconómica, aumentando la demanda agregada a través del consumo de los capitalistas con lo que la frontera de expansión se desplaza hacia arriba (gráfico n.º 5). Por supuesto, un elemento adicional, y quizás más importante, del crecimiento guiado por la deuda puede proceder del consumo de los trabajadores financiado por el crédito.

Nótese que en el sencillo ejemplo del gráfico n.º 5, la frontera financiera no es vinculante, aunque el ratio de apalancamiento de las empresas aumenta cuando las empresas aumentan el pago de dividendos y el reparto de la autocartera de acciones. Este proceso, sin embargo, puede estar limitado por lo que hemos denominado el conflicto accionista-acreedor: en un momento determinado, los bancos pueden encontrar que el balance de las empresas se ha vuelto demasiado frágil, revisando a la baja el objetivo de apalancamiento. Cuando esto ocurre, se frenará el proceso de ajuste propuesto en la ecuación (9) pudiendo desencadenar una crisis financiera.

<sup>7</sup> El más famoso es el 15% de Return on Equity (ROE).

Gráfico n.º 5

### La macroeconomía del capitalismo financiarizado



Fuente: Dallery y Van Treeck (2008).

#### 4. CONCLUSIONES

En este trabajo, mantenemos que el peso de las finanzas en la economía, al regir los objetivos de las empresas a escala microeconómica, resulta clave para entender en términos históricos la evolución de los regímenes de crecimiento macroeconómico. Al reconsiderar la teoría postkeynesiana de la empresa, identificamos diferentes *stakeholders* dentro y fuera de la empresa, y valoramos sus objetivos potencialmente contrapuestos. Los diferentes regímenes de crecimiento macroeconómico se caracterizan por la prioridad otorgada a la realización de los objetivos formulados por el grupo dominante.

A diferencia del capitalismo gestionado, en donde los diferentes grupos de interés

conseguían reconciliar parcialmente sus objetivos en una especie de cooperación *ex-post*, el capitalismo financiarizado es definitivamente conflictivo en el sentido de que los accionistas son el único grupo de interés que gana en esta configuración institucional. Sus objetivos son satisfechos, pero esto hace que los otros grupos no alcancen sus propios objetivos (sobre todo los trabajadores). De aquí, que el precio a pagar sea muy alto: una creciente fragilidad financiera tanto para las empresas como para las familias. De hecho, este tipo de capitalismo es sostenible solamente en la medida en que los bancos están dispuestos a garantizar los préstamos, en primer lugar, a las empresas, para que de esta manera distribuyan beneficios y alimenten el consumo de los capitalistas, y, en segundo lugar, a

las familias que, debido a la moderación salarial, están atrapadas en una espiral de consumo basado en el endeudamiento. La realización de las expectativas de beneficios de las empresas (y la viabilidad del proceso de crecimiento) es así dependiente de la disposición de los bancos a conceder

préstamos (Cordonnier y Van de Velde, 2008; Dallery y Van Treeck, 2008). Como ha revelado la actual crisis económica y financiera, la dinámica guiada por la deuda antes descrita ha hecho que el capitalismo financiarizado sea extremadamente frágil y difícilmente sostenible.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (1976): *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, Ed. Odile Jacob.
- BHADURI, A. y MARGLIN, S. (1990): «Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies», *Cambridge Journal of Economics*, vol. 14, 4: 375-393.
- BOYER, R. (1990): *The Regulation School: A Critical Introduction*, Columbia University Press, New York.
- CORDONNIER, L. (2006): «Le Profit sans l'Accumulation: la Recette du Capitalisme Gouverné par la Finance», *Innovations, Cahiers d'économie de l'innovation*, 23: 79-108.
- CORDONNIER, L. y VAN DE VELDE, F. (2008): «Financial Claims and the Glass Ceiling of Profitability», trabajo presentado en el Workshop *Financialization: Post-Keynesian Approaches*, University of Lille 1.
- CROTTY, J. (1990): «Keynes on the Stages of Development of the Capitalist Economy: The Institutional Foundation of Keynes' Methodology», *Journal of Economic Issues*, 24(3): 761-780.
- DALLERY, T. (2008): «Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization», trabajo presentado en el Workshop *Financialization: Post-Keynesian Approaches*, University of Lille 1.
- DALLERY, T. y VAN TREECK, T. (2008): «Conflicting Claims and Equilibrium Macroeconomic Adjustment Processes in a Stock-Flow Consistent Macromodel», *IMK Working Paper*, 9: 31.
- DAVIDSON, P. (1996): «Reality and economic theory», *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, 4: 479-508.
- DUNN, S. (2001): «Uncertainty, strategic decision-making and the essence of modern corporation: extending Cowling and Sugden», *The Manchester School*, vol. 69, 1: 31-41.
- EICHNER, A. (1976): *Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- EPSTEIN, G. (ed.) (2005): *Financialisation and the World Economy*, London, Edward Elgar.
- FAMA, E. F. (1980): Agency problems and the theory of the firm', *Journal of Political Economy*, vol. 88, 2: 288-307.
- GALBRAITH, J. K. (1967): *The New Industrial State*. Harmondsworth, Pelican Book, Middlesex.
- HEIN, E. (2006): «Interest, Debt and Capital Accumulation - a Kaleckian Approach.» *International Review of Applied Economics*, 20: 337-352.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976): «Theory of firm - Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 4: 305-60.
- KALECKI, M. (1954, [1965]): *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*, Monthly Review Press, New York.
- KEYNES, J.M. (1930): *A Treatise on Money, two volumes*, Macmillan, London.
- (1936 [1997]): *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Prometheus Books, New York.
- KNIGHT, F. (1921 [1965]): *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, Harper and Row, N.Y.
- LAVOIE, M. (1992): *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar, Aldershot.
- (1995): «The Kaleckian Model of Growth and Distribution and its neo-Ricardian and neo-Marxian Critiques.» *Cambridge Journal of Economics*: 19 (6): 789-818.
- (2002): «The Kaleckian Growth Model with Target Return Pricing and Conflict Inflation.» En Setterfield, M. (ed.): *The Economics of Demand-Led Growth*, Edward Elgar, Cheltenham: 172-188.
- (2003): «Kaleckian Effective Demand and Sraffian Normal Prices: Towards a Reconciliation', *Review of Political Economy*, 15 (1): 53-74.
- MARGLIN, S. y SCHOR, J. (eds) (1990): *The Golden Age of Capitalism*, Clarendon Press, Oxford.
- MARRIS, R. (1964): *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, The Free Press of Glencoe, New York.
- MINSKY, H.P. (1986 [2008]): *Stabilizing an unstable economy*, McGraw-Hill Professional, New York.
- MISSAGLIA, M. (2007): «Demand Policies for Long-run Growth: Being Keynesian Both in the Short Run and in the Long Run?» *Metroeconomica*, 58 (1): 74-94.
- OECD (1998): «Shareholder value and the market in corporate control in OECD countries», *Financial Market Trends*, vol. 69: 15-38.
- STEINDL, J. (1952): *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Basil Blackwell, Oxford.
- STOCKHAMMER, E. (2005-6): «Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle», *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, 2: 193-215.

TAYLOR, L. (2004): *Reconstructing Macroeconomics. Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, Harvard University Press, London.

VAN TREECK, T. (2009): «A Synthetic, Stock-Flow Consistent Macroeconomic Model of Financiali-

sation», *Cambridge Journal of Economics*, próxima publicación.

WOOD, A. (1975): *A Theory of Profits*, Cambridge University Press, Cambridge.