

---

# *La macroeconomía de la ‘financiarización’: un enfoque de etapas del desarrollo*

34

Este trabajo analiza el concepto de *financiarización* mediante un enfoque de «etapas de desarrollo». El artículo repasa la historia de la *financiarización* y su evolución por diferentes etapas desde el final de la Segunda Guerra Mundial. El trabajo analiza su historia utilizando un marco macroeconómico kaleckiano simple, centrándose en cómo los cambios en 1) los patrones de remuneración, 2) la ingeniería financiera de las empresas, 3) las evaluaciones de los activos de mercado, y 4) el comportamiento en materia de endeudamiento de las empresas y de los consumidores afectan a los resultados macroeconómicos. El hecho de que la financiación sea un fenómeno a largo plazo y expansivo en sus etapas iniciales e intermedias, hace que sea extremadamente difícil de contrarrestar. En efecto, tanto la política como el proceso político tienen un sesgo contrario a implantar cambios durante los buenos tiempos, el coste político del cambio es inmediato y directo, mientras que el beneficio es el evitar un posible problema futuro.

*Lan honetan finantzarizazioaren kontzeptua aztertu da, «garapen-etapen» ikuspegiaren bitartez. Artikulu honetan finantzarizazioaren historia eta Bigarren Mundu Gerratik etapa ezberdinetan izan duen bilakaera aztertzen dira, eremu makroekonomiko kaleckiar sinplea erabiliz. Bertan azaldu nahi izan da nola eragiten dieten emaitza makroekonomikoei faktoreen ordainsari-ereduen aldaketek, enpresen finantza-ingeniaritzak, merkatuko aktiboen ebaluazioen aldaketek eta enpresa eta kontsumitzaileen zorpetze-alorreko portaeraren aldaketek. Finantziazioa epe luzerako fenomeno denez, eta hedagarria denez hasierako eta bitarteko etapetan, oso zaila da behar bezala ahultzea. Hala da, prozesu politikoaren joera ez da oparoaldian aldaketak egitearen aldekoa; izan ere, aldaketaren kostu politikoa berehalakoa eta zuzena da, eta onura etorkizunean egon litekeen arazoa saihestea da.*

This paper explores the concept of financialization using a «stages of development» approach. The paper develops a stylized history of financialization and tracks its evolution through different stages since the end of World War II. The paper tracks this history using a simple Kaleckian macroeconomic framework, focusing on how changes in remuneration patterns, financial engineering by firms, asset market valuations, and borrowing behavior by firms and consumers affect macroeconomic outcomes. The fact that financialization is long-running and expansionary in its early and middle stages, made it extremely hard to oppose. That is because both the policy and political process have a bias against implementing change in good times. The political cost of change is immediate and direct, yet the benefit is averting a hypothetical future problem.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. El modelo básico
  3. Los canales de la 'financiarización'
  4. La edad de oro del capitalismo, 1945-1969
  5. El capitalismo conflictivo de los setenta
  6. El capitalismo de las adquisiciones apalancadas de los ochenta
  7. El capitalismo del endeudamiento del consumidor de los años noventa y primera década del siglo XXI
  8. Las restricciones al endeudamiento y la llegada del estancamiento duradero
  9. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: 'financiarización', deuda, distribución de la renta, crecimiento.

Keywords: financialization, debt, income distribution, growth.

N.º de Clasificación JEL: E10, E12, E42.

### 1. INTRODUCCIÓN

La *financiarización* es un proceso que aumenta la importancia del sector financiero y de los intereses financieros en el funcionamiento de la macroeconomía (Epstein, 2001). Este artículo examina la macroeconomía de la *financiarización* usando un enfoque de etapas del desarrollo que reproduce la naturaleza evolutiva de la *financiarización*. Este enfoque de las etapas del desarrollo es sugerido por el tratamiento dado por Chick (1986) a la evolución de los sistemas bancarios, siendo un enfoque de etapas compatible con la descripción de Minsky de su hipótesis de la inestabilidad financiera (Ferri y

Minsky, 1992). La razón es que se presenta a la *financiarización* como un proceso de no-equilibrio a largo plazo caracterizado por cambios en las instituciones y en los regímenes económicos, proceso similar al planteado por Minsky (Palley, 2009a).

Este trabajo presenta una serie de modelos simples, similares a parábolas, que describen una historia de la *financiarización*, en la cual destacan tanto los impactos económicos como la naturaleza dinámica de la *financiarización*. El trabajo se centra en la economía estadounidense, en donde la *financiarización* está más desarrollada, y, por tanto, proporciona una perspectiva a largo plazo muy amplia que puede ser útil para anticipar desarrollos en otros países

El proceso que guía la evolución de la *financiarización* es de largo recorrido, y la du-

---

\* Una versión preliminar de este trabajo fue presentada en la 5th International Conference Developments in Economic Theory and Policy, celebrada en Bilbao, los días 10 y 11 de julio de 2008.

ración de las etapas individuales puede ser desigual. Además, algunas etapas pueden ser expansivas y otras restrictivas. Las etapas iniciales e intermedias del proceso tienden a estar marcadas por fuerzas expansivas, pero la etapa madura final es probable que se caracterice por el estancamiento. La amplia duración del proceso significa que éste puede parecer estable en una primera fase para terminar siendo profundamente inestable. Sin embargo, la cuestión formal de la estabilidad y de las condiciones de la estabilidad no se aborda en este trabajo.

El hecho de que la *financiarización* sea un proceso que se alarga en el tiempo plantea profundos retos políticos y de política económica. El proceso de *financiarización* se desarrolla durante un largo periodo de tiempo, y durante buena parte del mismo parece bueno, pero los recientes acontecimientos han confirmado sus efectos negativos. Esto plantea profundos problemas políticos acerca de cómo iniciar el cambio de políticas que altere la dirección del proceso. ¿Quién va a creer en la necesidad del cambio y quién estará dispuesto a afrontar el coste político de implantar el cambio cuando las actuales condiciones económicas parecen buenas? Los políticos no son premiados por imponer sacrificios ahora incluso si estos previenen un mayor sacrificio futuro. Por el contrario, se les recompensa ahora por los buenos momentos.

Analíticamente, el trabajo cambia el enfoque de la actual investigación sobre la *financiarización*. Este (véase, por ejemplo, Hein, 2008a, 2008b; Hein y van Treeck, 2007; Skott y Ryoo, 2008) parece centrarse en el efecto de la *financiarización* sobre los márgenes de beneficio, la distribución de la renta y las valoraciones del mercado bursátil. Este interés en el margen de beneficios surge del modelo tradicional kaleckiano, en donde el

margen de beneficios resulta esencial en la determinación de la distribución funcional de la renta entre salarios y beneficios. El impacto de la *financiarización* en la distribución funcional de la renta es una cuestión relevante, siendo el modelo que aquí se desarrolla capaz de abordarlo. Sin embargo, la participación de los salarios ha sido relativamente estable, lo que sugiere que el margen de beneficios no es el elemento clave para entender la *financiarización*. Consecuentemente, el trabajo dirige su atención a la incesante acumulación de deuda y a la transformación observada en el comportamiento financiero de familias y empresas.

El trabajo examina los cambios habidos en la forma en la que las empresas han financiado la inversión en combinación con los patrones de distribución de dividendos. A este respecto, no se plantea una distinción entre la autocartera de acciones y los dividendos, los cuales son tratados como macroeconómicamente equivalentes, aunque en la práctica sí hay diferencias debido a las ventajas fiscales de distribuir beneficios mediante la autocartera de acciones en vez de vía dividendos. Además, el artículo introduce la deuda de los consumidores, la cual ha tenido una importancia capital en la última expansión en Estados Unidos.

Por último, el artículo introduce la problemática suscitada respecto a la masa salarial y la distribución de los salarios entre trabajadores y directivos (Palley, 2005). Durante las tres últimas décadas se han producido grandes cambios en la distribución de la masa salarial, que han beneficiado a los directivos a costa de los trabajadores. Estos cambios se han interpretado como parte del mecanismo de *financiarización*, por medio del cual se induce a los directivos a alinear sus decisiones con los intereses del mercado financiero (Palley, 2008a).

## 2. EL MODELO BÁSICO

El modelo básico es el modelo macroeconómico kaleckiano a corto plazo, que se describe por las siguientes ocho ecuaciones a las que se añade una ecuación de crecimiento:

$$Y = aN \quad (1)$$

$$s_w + s_p = 1 \quad 1 > s_w > 0; 1 > s_p > 0 \quad (2)$$

$$wN = s_w Y \quad (3)$$

$$P = s_p Y \quad (4)$$

$$Y = C + I \quad (5)$$

$$C = \alpha_0 + \alpha_1 b w N + \alpha_2 [1 - b] w N + \alpha_3 R + \alpha_4 V$$

$$1 \geq \alpha_1 \geq \alpha_2 \geq \alpha_3 \geq \alpha_4 \geq 0 \quad 1 > b > 0 \quad (6)$$

$$I = \beta_0 + \beta_1 Y + \beta_2 P + \beta_3 q$$

$$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3 > 0 \quad (7)$$

$$V = qP \quad q > 0 \quad (8)$$

$$g = f(I/Y) \quad g' > 0 \text{ (derivada primera),}$$

$$g'' < 0 \text{ (derivada segunda)} \quad (9)$$

Donde:

$Y$  = producción,  $a$  = producción por trabajador,  $N$  = empleo,  $s_w$  = participación salarial,  $s_p$  = participación de los beneficios,  $w$  = salario nominal,  $P$  = beneficios,  $C$  = consumo,  $I$  = inversión efectiva,  $I'$  = inversión deseada,  $b$  = participación de los trabajadores en la masa salarial,  $1 - b$  = participación de los directivos en la masa salarial,  $R$  = dividendos e intereses pagados a los propietarios,  $V$  = valor del mercado bursátil,  $q$  = múltiplo de los beneficios según valoración del mercado bursátil<sup>1</sup>, y  $g$  = tasa de crecimiento.

Las ecuaciones 1 a 8 constituyen el habitual modelo macro kaleckiano a corto

plazo utilizado por quienes estudian la *financiarización* siguiendo la teoría kaleckiana. Una innovación teórica introducida es la inclusión de la riqueza bursátil en la función de consumo (ecuación 6), rasgo éste que, sorprendentemente, ha sido pasado por alto por los kaleckianos. Por motivos de simplicidad, el gobierno y el sector exterior quedan fuera del modelo. La dimensión internacional de la *financiarización* y su relación con la globalización es un tema aparte que merece una investigación posterior.

La inclusión en la función de consumo de la riqueza bursátil tiene importantes implicaciones en función de que la economía sea guiada por los salarios o por los beneficios, de tal foma que en presencia de grandes efectos riqueza sobre el consumo es más probable que la economía sea guiada por los beneficios.

Para cerrar el modelo se necesitan ecuaciones adicionales para determinar la inversión real ( $I$ ), el pago de dividendos por las empresas ( $R$ ), y la forma en la que las empresas financian la inversión y el pago de dividendos. Son estas ecuaciones las que cambian con la evolución de la *financiarización*, constituyendo estos temas el centro de atención del artículo.

La ecuación (1) es la función estándar lineal de producción agregada. La ecuación (2) es la restricción aditiva a las participaciones de salarios y beneficios. La ecuación (3) relaciona la masa salarial con la participación salarial, y la ecuación (4) relaciona los beneficios totales con la participación de los beneficios.

La ecuación (5) es la condición de vaciado del mercado de bienes, donde la producción es igual a la demanda agregada, la cual se compone de gasto en consumo e inversión. La ecuación (6) es la función de consu-

<sup>1</sup> El PER (*price-earnings ratio*) es igual a la cotización bursátil (precio en Bolsa), de una acción ordinaria dividido por la ganancia neta (después de impuestos) por acción.

mo agregado. La ecuación (7) es la función agregada de inversión deseada. La ecuación (8) es la ecuación de la valoración bursátil, y la ecuación (9) es un modelo simple de crecimiento en donde la tasa de crecimiento de la economía es una función positiva de la participación de la inversión. Los caracteres latinos denotan parámetros estructurales, mientras que los caracteres griegos indican coeficientes de comportamiento.

La participación de los beneficios es un parámetro fundamental. Sus efectos se extienden por todo el modelo, afectando al consumo y a la inversión a través de varios canales. La participación de los beneficios afecta al consumo a través de su impacto en la participación salarial. También afecta al consumo indirectamente a través del valor de las acciones que influyen, a su vez, en la riqueza familiar. Además, la participación de los beneficios afecta directamente al gasto en inversión por la vía de sus efectos en el nivel de beneficios, y también afecta la inversión de forma indirecta por la vía del precio de las acciones. Estos diversos canales ilustran por qué la participación de los beneficios y la distribución de la renta resultan tan centrales en el enfoque kaleckiano de la macroeconomía.

El consumo (ecuación 6) depende positivamente de la participación de los trabajadores en la masa salarial, de los dividendos e intereses pagados por las empresas, y del valor del mercado bursátil. Como la masa salarial se divide entre trabajadores y directivos, existen de manera implícita dos clases sociales. Los trabajadores reciben una fracción «b» de la masa salarial, y tienen una propensión a consumir  $\alpha_1$ . Los directivos reciben una fracción (1-b) de la masa salarial y su propensión a consumir  $\alpha_2$  es menor que la de los trabajadores. La propensión a consumir de los beneficios

( $\alpha_3$ ) y de la riqueza ( $\alpha_4$ ) se supone inferior a la de los salarios<sup>2</sup>.

La división de la masa salarial entre trabajadores y directivos es un importante elemento analítico, que no ha tenido la atención necesaria en la macroeconomía kaleckiana, puesto que ésta ha tendido a centrarse de forma exclusiva en la división salarios-beneficios. La introducción de la división de la masa salarial entre trabajadores y directivos supone que una economía pueda ser simultáneamente guiada por los salarios y por los beneficios (Palley, 2005). Así, los cambios en la distribución de la renta a favor de los beneficios pueden estimular la actividad económica al elevar el gasto en inversión, y los cambios en la composición de la masa salarial a favor de los trabajadores pueden estimular la actividad al aumentar el gasto en consumo.

La inversión deseada (ecuación 7) depende positivamente de la producción, los beneficios y el precio (cotización) de las acciones. La función de inversión deseada tiene un canal acelerador tradicional keynesiano ( $\beta_1$ ). También tiene el canal kaleckiano de la participación de los beneficios ( $\beta_2$ ) que es una aproximación tanto de la tasa de beneficio como de los efectos de *cash-flow*, así como un canal de precio de las acciones ( $\beta_3$ ) que refleja una *q* de Tobin<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Por cuestiones de simplicidad, el modelo no analiza la división de la riqueza entre trabajadores y directivos. Se puede entender a los coeficientes  $\alpha_3$  y  $\alpha_4$  como coeficientes medios ponderados de las propensiones al consumo de los trabajadores y los directivos respecto a los dividendos y a la riqueza, siendo las ponderaciones iguales a las respectivas participaciones en la propiedad de trabajadores y directivos.

<sup>3</sup>  $Q$  de Tobin =  $\frac{\text{Valor de mercado de la compañía}}{\text{Valor contable de la compañía}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Valor patrimonial neto}}$

Una *q* mayor significa que el mayor valor bursátil reduce el beneficio deseado del capital accionario y, por tanto, el coste del capital.

(Brainard y Tobin, 1968) o el canal del coste del capital accionario de las empresas.

Por último, la ecuación (9) incorpora los modelos más sencillos de crecimiento, permitiendo algunas observaciones sobre el efecto de la *financiarización* sobre el crecimiento. El crecimiento depende positivamente de la participación de la inversión en el producto, elemento éste con un sólido sustento empírico (De Long y Summers, 1991). Una especificación alternativa podría ser en términos de ratio inversión-capital. La mayor inversión tiene un efecto marginal positivo sobre el crecimiento pero decreciente, lo que hace que sea más difícil conseguir un mayor crecimiento. Sustituyendo (7) en (9), tenemos:

$$g = g([\beta_0 + \beta_1 Y + \beta_2 P + \beta_3 q]/Y) \quad (10)$$

Una característica de la ecuación (10) es que los aumentos en la producción que disminuyen la participación de la inversión reducirán el crecimiento. Esta conclusión difiere del modelo de crecimiento kaleckia-

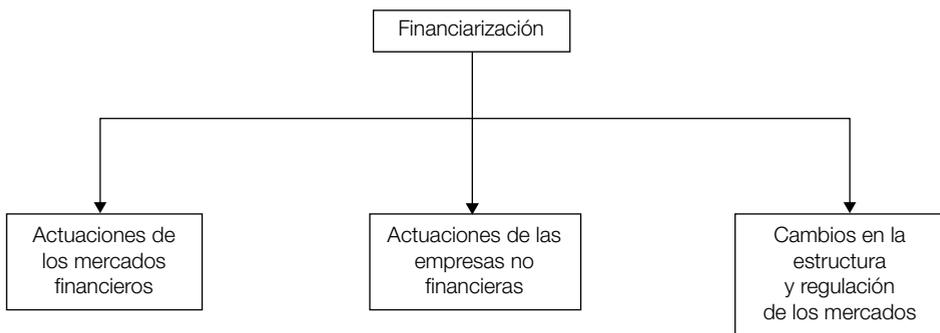
no estándar, en el cual se supone que una mayor utilización de la capacidad productiva, lo cual es análogo a un mayor producto, acelera el crecimiento. La diferencia se debe a que en el modelo estándar kaleckiano el crecimiento está determinado por la tasa de acumulación de capital ( $I/K$ ) y no por la tasa de inversión ( $I/Y$ ). Si el ratio  $I/Y$  es la especificación correcta, la mayor utilización de la capacidad productiva generada por un mayor consumo podría disminuir el crecimiento, excepto que la utilización de la capacidad (la renta) tenga un efecto positivo no lineal sobre la inversión. Este es un tema que merece un detenido estudio teórico y empírico.

### 3. LOS CANALES DE LA 'FINANCIARIZACIÓN'

El gráfico n.º 1 describe tres canales a través de los cuales la *financiarización* afecta al proceso económico. El primer canal hace referencia a los cambios en los mer-

Gráfico n.º 1

#### Los canales de la 'financiarización'



Fuente: Elaboración propia.

cados financieros que afectan a la economía macro. Estos cambios incluyen los cambios en la valoración de las acciones, un mayor acceso a la deuda, y los cambios en las condiciones de acceso al crédito.

El segundo canal hace referencia a los cambios en el comportamiento de las empresas no financieras. Este puede incluir cambios en la política financiera de las empresas relativos a los pagos a los accionistas y cambios en el apalancamiento empresarial y en el comportamiento en materia de financiación.

El tercer canal se refiere a los cambios en la política económica por los cuales los intereses financieros presionan. Estos cambios incluyen la desregulación de los mercados financieros y de trabajo y la globalización, y afectan a parámetros estructurales tan importantes como la participación de los beneficios o la composición de la masa salarial.

El artículo usa el modelo básico presentado en la segunda sección para elaborar una narración histórica esquemática que muestra cómo los cambios relacionados con la *financiarización* han cambiado los patrones del proceso económico y sus resultados.

#### 4. LA EDAD DE ORO DEL CAPITALISMO, 1945-1969

El análisis comienza en el periodo de 25 años de duración que siguió al fin de la II Guerra Mundial comúnmente conocido como la Edad de Oro del capitalismo. Durante este periodo la economía real se caracterizó por el pleno empleo y por un rápido crecimiento, mientras que por el lado de las finanzas los beneficios eran altos y se expandía el mercado bursátil.

Las decisiones de inversión, financiación y pago de dividendos de esta primera etapa pueden ser descritas esquemáticamente por

$$I = \text{Min}[I^*, [1-v]P] \quad (11.1)$$

$$I^* < [1-v]P \quad (11.2)$$

$$R = \text{Max}[0, v[P - I]] \quad 1 > v > 0 \quad (11.3)$$

La ecuación (11.1) determina la inversión como el mínimo de la inversión deseada y de los beneficios retenidos. La desigualdad (11.2) implica que la inversión deseada sea menor que los beneficios retenidos, mientras que la ecuación (11.3) implica que el pago de dividendos sea igual al máximo de cero o de la fracción ( $v$ ) del exceso de beneficios sobre el gasto en inversión.

Si resolvemos (11.1) a (11.3), entonces  $I = I^*$  y  $R = v[P - I^*]$ . Durante este periodo las empresas se basaron en una financiación interna, pero los beneficios fueron los suficientemente altos como para que las empresas pudieran efectuar tanto la inversión deseada como el pago de dividendos. Así, no se produjo el recurso a la financiación externa<sup>4</sup>.

Si sustituimos las soluciones a las ecuaciones (11.1) a (11.3) en las ecuaciones del modelo básico, obtenemos una expresión para la producción dada por

$$Y^* = \{\alpha_0 + [1 - \alpha_3 v][\beta_0 + \beta_3 q]\} / \quad (12)$$

$$\{1 - \{\alpha_1 b + \alpha_2 [1 - b]\}[1 - s_p] - \{\alpha_3 v + \alpha_4 q + [1 - \alpha_3 v]\beta_2\}s_p - [1 - \alpha_3 v]\}$$

Los parámetros críticos son  $s_p$ ,  $b$ ,  $v$ , y  $q$ . La estática comparativa es:

$$dY/ds_p >_< 0, dy/db > 0, dY/dv > 0, dY/dq > 0$$

$$dI/ds_p >_< 0, dI/db > 0, dI/dv > 0, dI/dq > 0$$

<sup>4</sup>  $v$  es el ratio o proporción de dividendos distribuidos. Si  $v=1$ , entonces las empresas distribuyen todos sus beneficios después de financiar la inversión. Si  $v < 1$ , entonces retienen parte de los beneficios, lo que supone que acumulan saldos líquidos u otros activos financieros.

Como en los modelos kaleckianos estándar, el efecto de un aumento en la participación de los beneficios (un mayor  $s_p$ ) es ambiguo. Por un lado, hay un efecto positivo sobre la inversión, y también hay un efecto positivo sobre el consumo debido a la riqueza bursátil. Sin embargo, también hay un efecto negativo sobre el consumo debido a una menor participación salarial. Si la economía está dirigida por los beneficios, los primeros efectos dominan, y una mayor tasa de beneficios aumenta la actividad económica; si la economía está guiada por los salarios, el último efecto domina y una mayor tasa de beneficio reduce la producción. Este tipo de ambigüedad fue identificado por Bhaduri y Larglin (1990), pero el actual modelo refuerza su análisis al introducir un efecto de la participación de los beneficios sobre la riqueza bursátil y el consumo. Este canal adicional hace más probable que las economías sean guiadas por los beneficios.

El impacto sobre la inversión también es ambiguo. Por un lado hay un efecto positivo directo de la participación de los beneficios. Sin embargo, y de forma opuesta opera el efecto acelerador de la renta, cuyo signo es ambiguo y podría compensar el efecto de la participación de los beneficios. Si la economía está guiada por los beneficios, el efecto acelerador es positivo y refuerza el efecto de la participación de los beneficios, Si, por el contrario, la economía está guiada por los salarios, podría más que compensar e incluso anular dicho efecto.

Esto da origen a la paradoja de que la actividad económica podría caer ya que la economía está guiada por los salarios pero la tasa de crecimiento podría aumentar al incrementarse la participación de la inversión. Este inusual efecto crecimiento se genera al haber especificado el crecimiento

como una función de la participación de la inversión y no de la tasa de acumulación de capital ( $I/K$ ), y muestra la importancia de las especificaciones alternativas de la función de crecimiento<sup>5</sup>.

Un incremento de la propensión marginal al consumo de los trabajadores y los directivos aumenta la producción y la inversión ya que aumenta la demanda agregada. Un aumento de la participación de los trabajadores en la masa salarial (un  $b$  más alto) tiene un efecto claramente positivo en la producción y la inversión. La causa es que supone el transferir renta de los directivos a los trabajadores, teniendo estos una mayor propensión a consumir. Esto ilustra cómo el modelo puede ser guiado tanto por los beneficios como por los salarios: tanto una mayor participación de los salarios en la masa salarial como de los beneficios pueden ser expansivas.

Un aumento en el ratio de dividendos distribuidos (una mayor  $v$ ) tiene un efecto indudablemente positivo sobre la producción y la inversión. La razón es que aumenta la renta disponible, lo cual aumenta el consumo lo que a su vez aumenta la inversión y la producción. Al mismo tiempo, el aumento de los dividendos no expulsa la inversión ya que las empresas disponen de abundantes beneficios para financiarla.

Por último, un *boom* en el mercado bursátil producido por la exuberancia de los inversores (mayor  $q$ ) también aumenta la producción y la inversión. En primer lugar, aumenta la riqueza bursátil, aumentando el consumo. Esto aumenta la producción, lo

<sup>5</sup> Desde la perspectiva de la crítica del capital de Cambridge, la especificación del crecimiento como una función de la participación de inversión adquiere mayor sentido. Esto es porque la crítica del capital de Cambridge niega la existencia de capital agregado.

que tiene un efecto acelerador positivo sobre la inversión. Además, los mayores precios de las acciones tienen un efecto directo positivo sobre la inversión a través del canal de la  $q$  de Tobin, por el cual el mayor valor bursátil reduce el beneficio deseado del capital accionario. Así, la exuberancia bursátil constituye una especie de *animal spirits*, y su efecto es siempre positivo. Estos mayores precios bursátiles constituyen una especie de «menú gratis» keynesiano.

## 5. EL CAPITALISMO CONFLICTIVO DE LOS SETENTA

Los años setenta fueron testigos del fin de la Edad de Oro y de un cambio en el régimen económico cuando el *boom* de los sesenta dio paso a la inflación con estancamiento y al creciente conflicto por la distribución de la renta. El nuevo régimen puede ser interpretado como uno en el que las empresas están sujetas a restricciones financieras debido a la reducción de los beneficios causada por el alto nivel de empleo. En el régimen de reducción de beneficios, la inversión y el pago de dividendos se caracterizan por:

$$I = \text{Min}[I^*, [1-v]P] \quad (13.1)$$

$$I^* > [1-v]P \quad (13.2)$$

$$R = vP \quad (13.3)$$

El elemento clave es que la inversión deseada excede de los beneficios retenidos por lo que la inversión está restringida por los beneficios. Hay dos explicaciones para ese nuevo comportamiento. La primera es que los beneficios cayeron debido a los *shocks* petrolíferos de la OPEP y a los altos niveles de empleo y a la lucha sindical. La segunda es que las empresas habían aumentado en el pasado los dividendos y

ahora se veían obligadas a efectuar esos pagos a los accionistas.

Resolver las ecuaciones (13.1) a (13.3) supone que  $I = [1-v]P$ , lo que implica que la inversión está restringida por los beneficios. Si sustituimos esto en las ecuaciones del modelo básico, obtenemos la siguiente expresión para la producción:

$$Y = \alpha_0 / \{1 - \{\alpha_1 b + \alpha_2 [1 - b]\} [1 - s_p] - \{\alpha_3 v + \alpha_4 q + [1 - v]\} s_p\} \quad (14)$$

La estática comparativa supone que:

$$dY/ds_p >_< 0, dY/db > 0, dY/dq > 0, dY/dv < 0.$$

$$dI/ds_p >_< 0, dI/db > 0, dI/dq > 0, dI/dv < 0.$$

De nuevo, el efecto de una mayor participación de los salarios (mayor  $s_p$ ) es ambiguo debido a las ya de sobra conocidas razones de si la actividad es guiada por los salarios o por los beneficios. Sin embargo, en un régimen donde las empresas ven comprimidos sus beneficios es más probable que la economía esté guiada por los beneficios. La causa es que el efecto directo de una mayor proporción de los beneficios sobre la inversión es probablemente mayor, ya que relaja la restricción financiera que opera sobre la inversión de las empresas. La relajación de la restricción financiera tendrá un efecto grande si  $v$  es pequeña (es decir, los dividendos son pequeños y los beneficios retenidos son grandes), en cuyo caso los beneficios adicionales se gastan en forma de inversión. Este efecto puede anular el efecto negativo sobre el consumo derivado de una menor participación salarial.

Dado que las empresas están restringidas por los beneficios, la producción y la inversión caen en respuesta a los mayores dividendos distribuidos (mayor  $v$ ). La razón es que los mayores dividendos reducen la in-

versión en una cuantía equivalente, mientras que las familias sólo gastan una fracción de la renta procedente de los dividendos ( $1 > \alpha_3$ ). El efecto de la exuberancia bursátil (mayor  $q$ ) sigue siendo claramente positivo.

Por último, los cambios en la masa salarial a favor de los trabajadores también tienen un efecto claramente positivo en la producción y la inversión. Sin embargo, esto resalta el dilema del régimen de compresión de beneficios, en donde el mercado no puede llevar a cabo un ajuste estable. Supongamos que los beneficios deben volver a su nivel inicial, y que esto se traduce en un régimen modificado que eleva la participación de los beneficios mediante mayores márgenes de beneficios. Las mismas fuerzas que aumentan la participación de los beneficios pueden también reducir la participación de los trabajadores en la masa salarial, con lo que el resultado sería contractivo. Lo que podría necesitarse sería una mayor participación de los beneficios y una mayor participación de los trabajadores en la masa salarial, pero el mercado no tiene forma de generar esto. Esto habla a las claras del importante papel que podrían jugar medidas como las políticas de rentas y las políticas de gobernanza empresarial que restringen las retribuciones de los directivos al tiempo que permiten una mayor participación de los beneficios.

## 6. EL CAPITALISMO DE LAS ADQUISICIONES APALANCADAS DE LOS OCHENTA

Si en los setenta salieron a la luz los incipientes conflictos dentro de la economía que impusieron una restricción de beneficios a las empresas, los ochenta vieron como se

inauguraba la era de la *financiarización*, la cual formaba parte de una estrategia empresarial para afrontar los retos surgidos en la década anterior. Así, las empresas empezaron a endeudarse para financiar actividades como las adquisiciones apalancadas. Este endeudamiento satisfacía tres objetivos. En primer lugar, agradaba a Wall Street al devolver fondos a los accionistas. En segundo lugar, permitía a las empresas financiar sus planes deseados de inversión. En tercer lugar, aumentaba el endeudamiento de las empresas, frenando de esta forma las demandas salariales de los trabajadores. Además, los cambios estructurales en el mercado de trabajo debilitaron la posición negociadora de los trabajadores. Esto cambió la distribución de la masa salarial a favor de los directivos, cambio ejemplificado en la explosión de las retribuciones de los altos ejecutivos (Mishel *et al.*, 2007).

La formalización de estos nuevos desarrollos requiere volver a especificar las decisiones de financiación e inversión de las empresas, las cuales se describen en las siguientes ecuaciones:

$$D = D_{-1} + B \quad (15.1)$$

$$B = \text{Min}[D_{MAX} - D_{-1}, B^*] = B^* \quad (15.2)$$

$$B^* = B_{DIV} + B_{INV} \quad (15.3)$$

$$B_{INV} = [I^* - [1-v]P] \quad (15.4)$$

$$R = vP + B_{DIV} + iD_{-1} \quad (15.5)$$

$$I = \text{Max}[I^*, [1-v]P - iD_{-1} + B_{INV}] = I^* \quad (15.6)$$

$$wN = s_W[Y - zID_{-1}] \quad 0 < z < 1 \quad (15.7)$$

$$P = s_p Y + s_W z i D_{-1} \quad (15.8)$$

$$V = q[P - iD_{-1}] + iD_{-1} \quad (15.9)$$

Donde:  $B$  = endeudamiento empresarial,  $D_{-1}$  = deuda empresarial acumulable del último periodo,  $D_{MAX}$  = límite de endeudamiento empresarial,  $B^*$  = endeudamiento

deseado de las empresas,  $B_{DIV}$  = endeudamiento para financiar adquisiciones de empresas,  $B_{INV}$  = endeudamiento para financiar la inversión deseada, e  $i$  = tipo de interés nominal de la deuda<sup>6</sup>.

La lógica de estas relaciones es la siguiente. La ecuación (15.1) describe la evolución del endeudamiento empresarial. La ecuación (15.2) describe el endeudamiento efectivo de las empresas, y supone que las empresas pueden pedir prestado tanto como desean ( $B^*$ ), pues sus balances están relativamente saneados al estar su endeudamiento por debajo del límite máximo posible. La ecuación (15.3) descompone el endeudamiento deseado en endeudamiento para financiar un pago apalancado a los accionistas exógenamente determinado y en endeudamiento para financiar la inversión deseada. La ecuación (15.4) define el endeudamiento para financiar la inversión como equivalente a la diferencia entre los beneficios retenidos y la inversión deseada.

La ecuación (15.5) determina el pago total a los accionistas que consiste en los dividendos, el pago apalancado, y los intereses de la deuda existente. La ecuación (15.6) determina la inversión efectiva.

Las ecuaciones (15.7) y (15.8) determinan la masa salarial y los beneficios. La innovación clave es que la cantidad de renta disponible para los salarios se reduce por el pago del servicio de la deuda, reflejando cómo la ingeniería contable puede frenar las demandas de renta de otros agentes (Bronars y Deere, 1991). El coeficiente  $z$  determina la extensión a la que la deuda reduce la renta disponible para los salarios al intimidar a los trabajadores con la amenaza de la bancarro-

ta. La teoría neoclásica pura establece que  $z=0$ . El argumento es que la competencia en el mercado de trabajo asegura que los trabajadores sean retribuidos de acuerdo a su productividad marginal, la cual está determinada tecnológicamente y no se ve afectada por la ingeniería financiera. La teoría kaleckiana plantea que  $z>0$  ya que los salarios se determinan por su poder negociador relativo.

Finalmente, la ecuación (15.9) determina la riqueza financiera, que ahora está formada por la riqueza bursátil y la deuda empresarial. El valor de las acciones se determina por el valor de los beneficios después del pago de intereses. El valor de la deuda es su valor facial. Si sustituimos (15.7) en (15.9) obtenemos

$$V = q[s_p Y + s_w z i D_{-1} - i D_{-1}] + i D_{-1} \quad (16)$$

El término  $s_w z i D_{-1}$  representa el aumento del valor de los accionistas que surge de la reingeniería del balance empresarial y que impide las demandas salariales favoreciendo así a los beneficios.

Nuevamente, la teoría neoclásica proporciona un valor de referencia. En primer lugar, mantiene que  $z=0$ . En segundo lugar, bajo el «teorema» de Modigliani y Miller (1958), un dólar de renta siempre vale lo mismo, con independencia de si se paga como dividendos o como intereses, por lo que  $q = 1/i$ . Por lo tanto, el valor de la riqueza financiera no cambia por la ingeniería financiera y  $V = q s_p Y$ . En un esquema postkeynesiano  $z$  puede ser distinta de cero y los precios de las acciones pueden ser mayor o menor que  $1/i$  dependiendo del estado de la exuberancia del mercado.

Resolviendo las ecuaciones (15.4) a (15.6) se obtiene que  $l = l'$ . Al combinar las ecuaciones (15.1) a (15.9) con el modelo

<sup>6</sup> El término  $i D_{-1}$  representaría el valor real del pago de intereses de la deuda ya que el modelo no tiene en cuenta la existencia de inflación.

básico se obtiene la siguiente solución para la producción:

$$Y = \{\alpha_0 + \beta_0 + \alpha_3 B_{DIV} + \beta_3 q + \{\alpha_3 [1 - v] + \alpha_4 [1 + q [1 - s_p] z - 1]\} + \beta_2 [1 - s_p] z - [\alpha_1 b + \alpha_2 [1 - b]] z\} i D_{-1} / \quad (17)$$

$$\{1 - [\alpha_1 b + \alpha_2 [1 - b]] [1 - s_p] - \alpha_3 v s_p - \alpha_4 q s_p - \beta_1 - \beta_2 s_p\}$$

La ecuación (7) es una expresión complicada pero que es reveladora de los canales a través de los cuales la *financiarización* afecta a la actividad económica.

Como antes, los aumentos en la tasa de beneficio son ambiguos debido a la distinción entre economías guiadas por los beneficios o por los salarios. La redistribución de la masa salarial a favor de los trabajadores (mayor  $b$ ) sigue siendo claramente expansiva.

Los incrementos en el ratio de dividendos distribuidos también son claramente expansivos. La razón es que distribuyen beneficios a las familias, las cuales gastan una parte de ellos, mientras que la inversión no se ve afectada ya que las empresas compensan esos beneficios distribuidos con el endeudamiento ( $B_{INV}$ ) con los bancos. De igual forma, un mayor valor de los precios de las acciones también es claramente positivo debido a su impacto sobre la riqueza y el consumo y por efecto de la  $q$  de Tobin sobre la inversión. Así, parece que el efecto de «menú gratis» de los *animal spirits* de Keynes sigue operando.

Los pagos a las familias derivados de las adquisiciones apalancadas también resultan expansivos, ya que las empresas financian esos pagos mediante el endeudamiento bancario y traspasan esos fondos a las familias, las cuales se gastan una parte de los mismos.

El endeudamiento representa la dimensión flujo del crédito, y la deuda representa la dimensión *stock*. Mientras que el endeudamiento ( $B_{INV}$  y  $B_{DIV}$ ) es nitidamente expansivo, el efecto del *stock* de deuda es más matizado.

En el régimen de adquisiciones apalancadas el *stock* de deuda de las empresas está por debajo de su límite de endeudamiento ( $D_{MAX}$ ), lo que implica que las empresas siempre tienen acceso a más crédito. Por lo tanto, el *stock* de deuda ( $D_{-1}$ ) no restringe el endeudamiento, por lo que la deuda no tiene efectos negativos para las empresas. Es solo posteriormente, en el proceso de *financiarización*, al aparecer las restricciones al endeudamiento cuando los efectos del *stock* de deuda entran en juego.

Un efecto potencialmente contractivo de los mayores *stocks* de deuda actúa a través de su efecto sobre la participación de los salarios, la cual se reduce al complicar el pago de renta a los tenedores de bonos. Esto aumenta la participación de los beneficios, lo que resulta contractivo si la economía está guiada por los salarios. Sin embargo, es expansivo si la economía está guiada por los beneficios.

Otro efecto del mayor *stock* de deuda opera a través de los efectos de la valoración financiera. Recordemos que la renta de los beneficios se transforma en pagos de deuda, lo que genera dos efectos. Un primer efecto expansivo es que los beneficios se abonan como renta de intereses. Esto es expansivo pues nadie los mantiene como beneficios retenidos, tal y como se ve en la expresión para la renta de dividendos e ingresos dada por:

$$R = v[s_p Y - i D_{-1}] + i D_{-1} + B_{DIV} \quad (18)$$

Un segundo efecto ambiguo se refiere al valor de la renta financiera. La transformación de los beneficios en pagos de deuda reduce el valor financiero de las acciones y aumenta el valor de la deuda viva. La riqueza financiera aumenta si  $q < 1/i$ , lo cual es expansivo. Por el contrario, la riqueza financiera desciende si  $q > 1/i$ , lo que es contractivo. En un mercado bursátil deprimido, la riqueza financiera aumenta al usar la deuda para recomprar activos minusvalorados, mientras que la riqueza financiera cae al usar la deuda para recomprar acciones sobreevaluadas.

En resumen, como siempre, en un sistema macroeconómico complejo existen ambigüedades. Dicho, esto, el periodo de adquisiciones apalancadas de la *financiarización* fue probablemente expansivo ya que las empresas efectuaron grandes pagos a las familias que incentivaron el consumo, mientras que el gasto en inversión no se vio afectado debido a que las empresas pudieron financiar por completo su inversión deseada recurriendo al endeudamiento bancario gracias a que su deuda estaba por debajo de los niveles máximos.

¿Qué hay del efecto sobre el crecimiento? Comparado con el régimen del capitalismo conflictivo de los setenta, el régimen de adquisiciones apalancadas probablemente contribuyó a la recuperación del crecimiento. Sin embargo, comparado con la Edad de Oro el efecto es ambiguo y depende de la especificación del proceso de crecimiento. Si el crecimiento es una función de la participación de la inversión ( $I/Y$ ), es probable que el impacto sea pequeño pues tanto  $I$  como  $Y$  aumentan. Si el crecimiento es una función de la tasa de acumulación ( $I/K$ ) el crecimiento puede acelerarse ya que  $I$  aumenta.

## 7. EL CAPITALISMO DEL ENDEUDAMIENTO DEL CONSUMIDOR DE LOS AÑOS NOVENTA Y PRIMERA DÉCADA DEL SIGLO XXI

El *boom* de las adquisiciones empresariales apalancadas que duró hasta principios de los años noventa fue seguido de un *boom* del endeudamiento de los consumidores que duró hasta la crisis de 2007. El endeudamiento familiar es un componente esencial de la *financiarización*, pero que apenas ha sido objeto de atención por la literatura postkeynesiana. Así como se produjo el apalancamiento de los balances empresariales para transferir renta y espolear el crecimiento, dicho apalancamiento también tuvo lugar entre las economías domésticas.

Esta sección plantea el tema de la *financiarización* del consumidor utilizando para ello un marco simple presentado en Palley (1994, 1997). Dutt (2005, 2006) ha estudiado un modelo similar que es explícitamente dinámico pero que carece de efectos riqueza. Ahora, estos efectos riqueza están formados por el valor del mercado bursátil, que incluye a los bancos que prestan a los consumidores. Para simplificar la presentación, el modelo esquematizado trata la inversión como exógena y se abstrae de las cuestiones relativas al sector empresarial anteriormente tratadas. Esto permite centrar la atención en la dimensión de la *financiarización* del consumo.

El modelo básico de la *financiarización* del consumo es el siguiente:

$$Y = C + I \quad (19)$$

$$C = C_W + C_K \quad (20)$$

$$C_W = bwN - iD_{-1} + B \quad (21)$$

$$C_K = \alpha_2[1 - b]wN + \alpha_3R + \alpha_4V \quad (22)$$

$$I = I_0 \quad (23)$$

$$s_w + s_p = 1 \quad 1 > s_w > 0, 1 > s_p > 0 \quad (24)$$

$$wN = s_w Y \quad (25)$$

$$P = s_p Y \quad (26)$$

$$B = \text{Min}[D_{MAX} - D_{-1}, \varphi wN] \quad \varphi > 0 \quad (27)$$

$$D = D_{-1} + B \quad (28)$$

$$R = v[P + iD_{-1}] \quad (29)$$

$$V = q[P + iD_{-1}] \quad (30)$$

Donde  $C$  = consumo agregado,  $C_w$  = consumo de las familias deudoras (trabajadoras),  $C_K$  = consumo de las familias acreedoras (capitalistas),  $B$  = endeudamiento de los trabajadores,  $D_{-1}$  = deuda del periodo anterior de los trabajadores.

El rasgo más significativo es que la introducción de la deuda de los consumidores implica el distinguir entre familias acreedoras y deudoras. Se supone que las familias trabajadoras tienen todo el endeudamiento y que éstas tienen una propensión marginal al consumo igual a la unidad. Esto significa que las familias capitalistas o de los directivos poseen toda la riqueza y que sólo ellas reciben los dividendos y la renta de los intereses.

Los trabajadores se endeudan con los bancos, los cuales son considerados como parte del sector empresarial. Ahora, las empresas no abonan los intereses a las familias (cuando efectúan las adquisiciones apalancadas) sino que las familias deudoras pagan intereses a las empresas. Parte de estos intereses se redistribuyen en forma de dividendos a las familias capitalistas.

La ecuación (19) es la identidad de la renta nacional, mientras que la ecuación

(20) define el consumo agregado en términos del consumo de las familias trabajadoras deudoras y del consumo de las familias acreedoras capitalistas. La ecuación (21) describe el consumo de las familias trabajadoras como financiado por la renta salarial y el endeudamiento, pero reducido por el pago de intereses de la deuda. La ecuación (22) describe el consumo de las familias capitalistas. La ecuación (23) determina la inversión, la cual se considera exógena por cuestiones de simplicidad. La ecuación (24) es la restricción añadida relativa a las participaciones de salarios y beneficios. La ecuación (25) determina la participación salarial y la ecuación (26) determina la participación de la inversión.

Las ecuaciones (27) a (30) describen las dimensiones financieras de la *financiarización* del consumidor. La ecuación (27) determina el endeudamiento de los consumidores. Cada periodo los trabajadores piden prestado una fracción,  $\varphi$ , de sus ingresos salariales en la medida en que su deuda total es inferior a su límite de endeudamiento. La ecuación (28) determina la evaluación de la deuda de las familias. La ecuación (29) determina la cuantía de los dividendos pagados a los capitalistas, los cuales proceden de los beneficios y de los intereses recibidos por los bancos. La ecuación (30) determina el valor de la riqueza bursátil, la cual es el valor descontado atribuido a los beneficios y la renta de intereses bancarios. La solución al modelo es:

$$Y = \{I + [\alpha_3 v + \alpha_4 q - 1]iD_{-1}\} / \{1 - b[1 - s_p] - \alpha_2[1 - b][1 - s_p] - \varphi[1 - s_p] - \alpha_3 v s_p - \alpha_4 q s_p\} \quad (31)$$

Existen cuatro dimensiones de la *financiarización* del consumidor. La primera, es que el endeudamiento del consumidor es claramente positivo, ya que financia el consumo adicional de los trabajadores. El efec-

to es captado en el denominador por el término  $-\varphi[1 - s_p]$ .

En segundo lugar, la mayor deuda es contractiva si  $[\alpha_3 v + \alpha_4 q - 1] < 1$ . La razón es que los mayores intereses de la deuda reducen el consumo de los trabajadores, pero elevan el consumo de los capitalistas al elevar el pago de dividendos por parte de los bancos y al aumentar la riqueza bursátil de los capitalistas. Como la propensión a consumir de los trabajadores es la unidad y las propensiones a consumir de los capitalistas de los dividendos y de la riqueza bursátil ( $\alpha_3$  y  $\alpha_4$ ) son bajas, el efecto de la deuda es probablemente negativo.

Tercero, el parámetro  $\varphi$  es importante ya que determina el endeudamiento de los trabajadores en cada periodo como un múltiplo de su renta. Los procesos de innovación financiera y de desregulación podrían elevar el valor de este parámetro.

En cuarto lugar, el parámetro  $D_{MAX}$  también es relevante pues limita el endeudamiento del consumidor. Es posible que los procesos de innovación financiera y desregulación aumenten el techo de endeudamiento de los consumidores, retrasando el momento en que estos agentes afronten la restricción del endeudamiento.

Como anteriormente, un aumento en la participación de los beneficios reduce el consumo al reducir la renta salarial de las familias trabajadoras y capitalistas/directivas. También aumenta el consumo al incrementar los dividendos abonados a los capitalistas y al aumentar el valor de la riqueza bursátil de los capitalistas. Sin embargo, ahora hay un nuevo canal negativo pues una menor participación salarial reduce la cantidad que los trabajadores pueden pedir prestado. Esto ayuda a entender por qué la innovación financiera ha sido tan importan-

te, pues el aumento del parámetro del endeudamiento  $\varphi$  puede compensar el efecto negativo que la financiación de las adquisiciones apalancadas de las empresas ejerce sobre la participación salarial.

## 8. LAS RESTRICCIONES AL ENDEUDAMIENTO Y LA LLEGADA DEL ESTANCAMIENTO DURADERO

A la expansión guiada por el consumo del periodo 2001-07 le ha seguido la mayor recesión desde la Gran Depresión de los años treinta. Se puede pensar que esta recesión supone un cambio hacia la última etapa de la *financiarización* en la cual tanto las empresas como las familias tienen su endeudamiento restringido.

Esta última etapa puede ser aprehendida por un modelo que combina los modelos desarrollados para describir la economía norteamericana en los años ochenta (apartado 3.3) y en los noventa y la primera década del siglo (apartado 3.4). El elemento central de este modelo combinado es la necesidad de reconocer tanto la deuda empresarial como familiar. Además, en esta etapa tanto las empresas como las familias tienen restricciones al endeudamiento, lo que las lleva a desendeudarse, lo que implica que en vez de endeudarse con los bancos, las familias y las empresas están amortizando deuda.

Las restricciones financieras del sector empresarial son:

$$D^{Corp} = D^{Corp}_{-1} - B^{Corp} \quad (32)$$

$$B^{Corp} = D^{Corp}_{Max} - D_{-1} = -Z^{Corp} \leq 0 \quad (33)$$

$$R = vP - Z^{Corp} + iD^{Corp}_{-1} \quad (34)$$

$$I = \text{Min}[I^*, [1-v]P - Z^{Corp} - iD^{Corp}_{-1}] = [1-v]P - Z^{Corp} - iD^{Corp}_{-1} \quad (35)$$

donde  $D^{Corp}$  = deuda de las empresas,  $B^{Corp}$  = endeudamiento de las empresas,  $-Z^{Corp}$  = amortización de la deuda empresarial. La ecuación (32) describe la evolución de la deuda empresarial. La ecuación (33) determina el flujo de endeudamiento de las empresas, el cual es ahora negativo. La ecuación (34) determina el pago de dividendos empresariales y de intereses, mientras que la ecuación (35) determina el gasto en inversión.

Hay varios elementos clave en estas ecuaciones. El primero, que las empresas tienen restricciones al endeudamiento, lo que minoraría la cantidad que pueden pedir prestado. La ecuación (33) supone que están desapalancándose y amortizando préstamos, por lo que  $B^{Corp} = -Z^{Corp} \leq 0$ . La ecuación (34) determina la inversión, la cual nuevamente está restringida por los beneficios.

En cierto sentido, las empresas retornan al anterior régimen de restricción de beneficios que caracterizó la década de los setenta. Sin embargo, la situación se agrava porque los balances empresariales están actualmente deteriorados. Esto restringe aún más la inversión ya que las empresas deben desendeudarse ( $-Z^{Corp}$ ) y pagar intereses por la deuda contraída ( $iD^{Corp}_{-1}$ ). Esto conduce a una menor inversión, con profundas consecuencias sobre la producción y el crecimiento.

La restricción financiera del sector familias está dada por

$$D^{Cons} = D^{Cons}_{-1} + B^{Ccons} \quad (36)$$

$$B^{Ccons} = D^{Cons}_{MAX} - D^{Cons}_{-1}, = -Z^{Cons} < 0 \quad (37)$$

Ahora, las familias tienen una restricción al endeudamiento, y la ecuación (37) también incorpora el desapalancamiento a través de la amortización de la deuda. Esto es claramente contractivo, ya que reduce di-

rectamente el gasto en consumo de las familias trabajadoras.

Mientras que antes el endeudamiento estimulaba el gasto de familias y empresas, el desapalancamiento opera en sentido contrario pues las familias y empresas reducen el gasto para amortizar su deuda. Además, el impulso contractivo se agrava ya que las empresas y familias deben abonar el pago de los intereses de la deuda, lo que tiende a reducir aún más la demanda.

Las ecuaciones para el sector real de la economía son las siguientes:

$$Y = C + I \quad (38)$$

$$C = C_W + C_K \quad (39)$$

$$C_W = bwN - iD^{Cons}_{-1} + B^{Cons} \quad (40)$$

$$C_K = \alpha_2[1 - b]wN + \alpha_3R + \alpha_4V \quad (41)$$

$$wN = s_W[Y - ziD^{Corp}_{-1}] \quad 0 < z < 1 \quad (42)$$

$$P = s_pY + s_WziD^{Corp}_{-1} \quad (43)$$

$$V = q[P - iD^{Corp}_{-1} + iD^{Cons}_{-1}] + iD^{Corp}_{-1} \quad (44)$$

Al sustituir la ecuación (37) en (40) se obtiene la siguiente expresión para el consumo de los trabajadores:

$$C_W = bwN - iD^{Cons}_{-1} - Z^{Cons} \quad (45)$$

Esta expresión muestra cómo el pago de los intereses por los consumidores y el desapalancamiento reducen el consumo de los trabajadores. Mientras que el pago de los intereses al menos en parte es transferido a las familias capitalistas sustentando el consumo de éstas, la amortización extingue los préstamos bancarios, y tiene un efecto negativo sobre la demanda agregada.

El nivel de inversión se determina por:

$$I = [1-v]P - Z^{Corp} - iD^{Corp}_{-1} \quad (46)$$

Los intereses abonados por las empresas y la amortización de préstamos tienen

un efecto similar sobre las empresas, reduciendo la inversión al acentuarse la restricción financiera de las empresas. La amortización de los préstamos empresariales cancela los préstamos y reduce la inversión sin generar ningún efecto positivo sobre la demanda agregada. El pago de intereses por las empresas reduce la inversión pero tiene un efecto positivo sobre la renta de las familias capitalistas que apoya el consumo de éstas.

Al resolver el modelo se obtiene la siguiente expresión para el output

$$\begin{aligned}
 Y = & \{- [b + \alpha_2[1 - b]]\{1 - s_p\}z iD^{Corp}_{-1} - \\
 & Z^{Cons} - Z^{Corp} - iD^{Cons}_{-1} - iD^{Corp}_{-1} \quad (47) \\
 & + \alpha_3[iD^{Corp}_{-1} - Z^{Corp}] + \alpha_4\{q[iD^{Cons}_{-1} - iD^{Corp}_{-1}] \\
 & + iD^{Corp}_{-1}\} / \\
 & \{1 - [b + \alpha_2[1 - b]]\{1 - s_p\} - \alpha_3 v s_p - \alpha_4 q s_p - \\
 & [1 - v] s_p\}
 \end{aligned}$$

Esta compleja expresión es realmente fácil de entender y proporciona una adecuada comprensión de las dificultades por las que ahora atraviesa la economía.

El primer término del numerador es negativa y refleja el hecho de que la *financiarización* de las compras apalancadas reduce la participación salarial al dificultar las demandas salariales. Esto reduce el gasto tanto de las familias trabajadoras como capitalistas ( $-[b + \alpha_2[1 - b]]\{1 - s_p\}z iD^{Corp}_{-1}$ ).

El segundo término del numerador ( $- Z^{Cons}$ ) también es negativo. Representa el efecto negativo sobre el consumo del desapalancamiento de las familias trabajadoras.

El tercer término del numerador ( $- Z^{Corp}$ ) también es negativo. Representa el efecto negativo sobre la inversión del desapalancamiento de las empresas. Estos pagos aumentan la restricción financiera sobre las

empresas e implican una reducción de la inversión por una cuantía equivalente. También tienen un efecto negativo sobre los dividendos, ya que los beneficios se usan para amortizar préstamos y no para abonar dividendos, lo que reduce la renta y el consumo de las familias capitalistas ( $-\alpha_3 Z^{Corp}$ ).

El cuarto término del numerador ( $- iD^{Cons}_{-1}$ ) también es negativo. Representa el efecto negativo del pago de intereses sobre el consumo de los trabajadores.

Finalmente, el quinto término del numerador ( $- iD^{Corp}_{-1}$ ) también es negativo. Representa el impacto negativo de los intereses de la deuda sobre la inversión de las empresas. Al igual que la amortización de los préstamos, estos pagos acentúan la restricción financiera sobre las empresas.

Frente a estos efectos negativos hay dos efectos positivos. En primer lugar, los intereses pagados por las empresas van a parar a las familias capitalistas, aumentando su renta y su consumo ( $\alpha_3 iD^{Corp}_{-1}$ ). En segundo lugar, los intereses pagados por los trabajadores aumentan los beneficios, elevando la riqueza financiera y el consumo de los capitalistas. Por razones anteriormente discutidas en relación de las valoraciones del mercado de activos y el teorema Modigliani – Miller, el efecto del servicio de la deuda empresarial sobre la riqueza financiera y el consumo de los capitalistas resulta ambiguo ( $-\alpha_4 q iD^{Cons}_{-1} + iD^{Corp}_{-1}$ ).

Todos estos canales muestran cómo los efectos de la *financiarización* se ramifican por toda la economía. La *financiarización* afecta a la participación salarial y a la redistribución funcional de la renta; redistribuye la renta entre las familias trabajadoras y capitalistas; transforma los beneficios en intereses pagados a las familias capitalistas;

primero fomenta el consumo y la inversión a través del endeudamiento y luego los frena mediante el desapalancamiento y el pago del servicio de la deuda.

Un elemento distintivo del régimen de estancamiento es que la participación de los beneficios puede ser muy alta, pero las empresas y la economía pueden ver como se reducen los beneficios. Esto se debe a que las empresas sufren una restricción al endeudamiento y están forzadas a desapalancarse, y porque la renta de los beneficios debe dedicarse al pago de intereses. Esta situación puede generar una economía política problemática, en donde el objetivo de las empresas es aumentar los beneficios para lo cual comprimen los salarios. Sin embargo, la realidad económica fuerza a las empresas a recapitalizarse, no a aumentar la participación de los beneficios.

El descenso de los tipos de interés puede tener un efecto positivo potencialmente grande sobre el consumo y la inversión al reducir la carga del servicio de la deuda tanto de los trabajadores ( $-iD^{Cons}_{-1}$ ) como de las empresas ( $-iD^{Corp}_{-1}$ ). Sin embargo, un problema es que, aunque la autoridad monetaria puede reducir los tipos de interés oficiales, los tipos de interés de mercado pueden aumentar debido a los mayores diferenciales asociados al riesgo crediticio derivado de un elevado apalancamiento y de la menor actividad económica (Palley, 2008b).

Por último, está la cuestión de lo que le ocurre al crecimiento. La acumulación de deuda empresarial y familiar puede iniciar un proceso de estancamiento caracterizado por altas tasas de paro. El crecimiento también caerá si la inversión cae proporcionalmente más que la renta.

## 9. CONCLUSIONES

La *financiarización* ha sido un rasgo clave de la economía norteamericana en los últimos treinta años. El proceso de *financiarización* ha sido un proceso evolutivo a largo plazo, marcado por la transición a lo largo de diferentes fases. Las etapas iniciales e intermedias se caracterizaron por condiciones económicas relativamente sólidas alimentadas por el endeudamiento empresarial y familiar. Sin embargo, ahora la economía americana parece afrontar un prolongado estancamiento debido a la carga de la deuda acumulada y al cambio desde un proceso de apalancamiento a otro de desapalancamiento.

La *financiarización* no debe considerarse un fenómeno aislado de otros fenómenos económicos que han tenido lugar. En particular, debería ser vista como un soporte del paradigma neoliberal desarrollado en los ochenta para hacer frente a los retos afrontados por el capital a finales de los sesenta y en los años setenta (Palley, 2009b). El paradigma neoliberal redistribuyó renta de los salarios a los beneficios, pero también redistribuyó renta salarial desde los trabajadores a los directivos/capitalistas. Esa redistribución suponía una amenaza a la demanda agregada y la *financiarización* ayudó a compensar la menor demanda generada por dicha redistribución.

El hecho de que el proceso de *financiarización* fuera a largo plazo y que tuviera un efecto expansivo en las etapas iniciales e intermedias hizo que fuera extremadamente difícil oponerse a este proceso. Cuando la situación es incluso medianamente buena es difícil dar impulso al cambio de políticas, ya que tanto estas políticas como el proceso político tiene un sesgo inherente contrario a adoptar cambios en situaciones buenas.

nas. Los costes políticos de dicho cambio son directos e inmediatos, mientras que los beneficios radican en evitar un hipotético problema futuro.

Este sesgo político se reforzó por el hecho de que las fases expansivas del proceso de *financiarización* pudieron durar bastante tiempo. Aquí es donde la innovación y la desregulación financiera se tornaron importantes, pues permitieron que el proceso de acumulación de deuda y apalancamiento durara más de lo que razonablemente se esperaba. Además, esta duración fue ampliada por la masiva burbuja inmobiliaria generada al final de esta etapa. El resultado final demostró que quienes advertían sobre los efectos del proceso de *financiarización* fueron tildados de *Casandras*, aunque, como *Cassandra*, sus predicciones resultaron acertadas.

Por último, la imposibilidad de predecir los procesos evolutivos como el de la *finan-*

*ciarización* tiene importantes implicaciones para la representación y el estudio de la economía. Estos procesos son fundamentalmente innovadores y cambian la estructura de la economía. Esto implica que la econometría estándar de análisis de series temporales se enfrenta a grandes dificultades para estudiar series sujetas a continuas rupturas estructurales, por lo que los métodos de análisis de series temporales son de escasa utilidad para predecir el futuro, pues el futuro está gobernado por un proceso difícilmente predecible dada la continua innovación. Los análisis de sección transversal aprehenden elementos de una etapa concreta pero este enfoque no proporciona una comprensión adecuada de la esencia del proceso que como todo proceso es dinámico, vale decir, histórico. Esto demuestra que un enfoque de etapas de desarrollo y hechos estilizados resulta muy valioso, pues nos da un conocimiento cabal del origen del proceso y de la dirección de su avance.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BHADURI, A. y MARGLIN, S. (1990): «Unemployment and the Real Wage: The Economic Basis for Contesting Political Ideologies», *Cambridge Journal of Economics*, 14: 375 – 393.
- BRAINARD, W. y TOBIN, J. (1968): «Pitfalls in Financial Model Building», *American Economic Review*, 58: 99 – 122.
- BRONARS, S.G. y DEERE, D.R. (1991): «The Threat of Unionization, the Use of Debt, and the Preservation of Shareholder Wealth», *Quarterly Journal of Economics*, CVII: 231 – 254.
- CHICK, V. (1986): «The Evolution of the Banking System and the theory of Saving, Investment and Interest», *Economies et Societes, Monnaie et Production*, 3: 95 – 110.
- DE LONG, J.B. y SUMMERS, L.H. (1991): «Equipment Investment and Economic Growth», *Quarterly Journal of Economics*, 106: 445 – 502.
- DUTT, A.K. (2005): «Conspicuous Consumption, Consumer Debt and Economic Growth», en SETTERFIELD, M. (ed), *Interactions in Analytical Political Economy: Theory, Policy and Applications*, M.E. Sharpe, Armonk, NY.
- 2006 «Maturity, Stagnation and Consumer Debt: A Steindlian Approach», *Metroeconomica*, 57: 339 – 364.
- EPSTEIN, G. (2001): «Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy», manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA.
- HEIN, E. (2008a): «Rising Shareholder Power – Effects on Distribution, Capacity Utilization and Capital Accumulation in Kaleckian/Post-Kaleckian Models», en Hein, Niechoj, Spahn, y Truger (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Metropolis – Verlag, Marburg: 89 – 120.
- 2008b. «Shareholder Value Orientation, Distribution and Growth – Short- and Medium-Rub Effects in a Kaleckian Model», *Metroeconomica*, próxima publicación.
- HEIN, E. y VAN TREECK, T. (2007): «Financialization in Kaleckian/Post-Kaleckian Models of Growth and Distribution», IMK Working Paper, Dusseldorf, Germany.
- FERRI, P. y MINSKY, H.P. (1992): «Market Processes and Thwarting Systems», *Structural Change and Economic Dynamics*, 3: 79 – 91.
- MISHEL, L., BERNSTEIN, J. y ALLEGRETO, S. (2007): *The State of Working America 2006/2007*, Ithaca, NY Cornell University Press.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, 48: 261 – 97.
- PALLEY, T.I. (1994): «Debt, Aggregate Demand, and the Business Cycle: An Analysis in the Spirit of Kaldor and Minsky», *Journal of Post Keynesian Economics*, 16: 371-90.
- 1997: «Endogenous Money and the Business Cycle», *Journal of Economics*, 65: 133-149.
- 2005: «Class Conflict and the Cambridge Theory of Distribution», en GIBSON, B. (ed.), *The Economics of Joan Robinson: A Centennial Celebration*, E. Elgar, Cheltenham.
- 2008a: Financialization: What it is and Why it Matters», en Hein, NIECHOJ, SPAHN, y TRUGER (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Metropolis – Verlag, Marburg: 29 - 60.
- 2008b: «Asset Price Bubbles and Monetary Policy: Why Central Banks Have Been Wrong and What Should Be Done», Working Paper No. 4, IMK Economics Institute, Dusseldorf, Germany.
- 2009a: «A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises», Working Paper No. 5. IMK Economics Institute, Dusseldorf, Germany.
- 2009b: «America's Exhausted Paradigm: Macroeconomic Causes of the Financial Crisis and Great Recession», New America Foundation, Washington DC.
- SKOTT, P. y RYOO, S. (2008): «Macroeconomic Implications of Financialization», *Cambridge Journal of Economics*, 32: 827 – 862.