

‘Financiarización’ en un modelo de estática comparativa de distribución y crecimiento ‘postkaleckiano’ con coherencia ‘stock-flujo’

En un modelo analítico de distribución y crecimiento *postkaleckiano* con coherencia *stock-flujo* se han incorporado los siguientes canales de transmisión de la financiarización: 1) Se supone que la *financiarización* afecta, por un lado, a la distribución entre las empresas y los rentistas a corto plazo, y por otro, a la distribución entre el capital y el trabajo a medio plazo, mediante la determinación de un margen de ganancia, elástico respecto de los dividendos, utilizado para la fijación de los precios en las empresas. 2) La inversión de las empresas está influida vía un «canal de preferencias de la dirección» y un «canal de medios internos de financiación». 3) El consumo está afectado por la distribución de dividendos a corto plazo y por la reducción en la participación de las rentas del trabajo a medio plazo. En el modelo que presentamos se estima el efecto total de la *financiarización*, se endogeneiza el ratio financiación externa/capital de las empresas, y se revisa la estabilidad y viabilidad a medio plazo de la estructura financiera y de la acumulación de capital.

Banaketa eta hazkuntzaren eredu postkaleckiarrak analitikoan, stock-fluxu oinarriarekin, finantzazioaren transmisio-kanal hauek sartu dira: 1) Ustez, finantzazioak enpresen eta errentadunen epe laburrerako banaketari eragiten dio alde batetik eta, beste alde batetik, kapitalaren eta lanaren epe ertainerako banaketari, enpresetan prezioak ezartzeko erabiltzen den irabazi-marjina (malgua dena dibidenduei dagokienez) zehaztuz. 2) Enpresen inbertsioak «zuzendaritzaren lehentasun-kanalaren» eta «finantziatorako barruko bitartekoen kanalaren» eraginak ditu. 3) Kontsumoak epe laburrerako dibidenduen banaketaren eta epe ertainerako lanaren errentetan duen partaidetza murriztu izanaren eraginak ditu. Aurkeztu dugun eredu finantzazioaren eragin osoa ikusten da, kanpoko finantzazioaren eta enpresen kapitalaren arteko ratioa endogeneizatu da, eta finantza-egituraren eta kapital-metaketa-erentearen epe ertainerako bideragarritasuna eta egonkortasuna berrikusi dira.

Into an analytical stock-flow consistent postkaleckian distribution and growth model the following transmission channels of ‘financialisation’ are integrated. 1. ‘Financialisation’ is assumed to affect distribution between firms and rentiers in the short run, and distribution between capital and labour through a dividend-elastic mark-up in firms’ price setting in the medium run. 2. Firms’ investment is affected through a ‘management’s preference channel’ and an ‘internal means of finance channel’. 3. Consumption is influenced via distribution of dividends in the short run and via a reduction in the labour income share in the medium run. In the model the total effect of ‘financialisation’ is derived, the development of firms’ outside finance-capital ratio is endogenised, and the medium-run stability and viability of the financial structure and of capital accumulation is checked.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. El modelo básico
 3. Efectos a corto plazo del aumento del poder del accionista
 4. Equilibrio y estabilidad a medio plazo
 5. Efectos a medio plazo de la ‘financiarización’ y del aumento del poder del accionista
 6. Resumen y conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Financiarización, distribución, crecimiento, inestabilidad, modelo *postkaleckiano*.

Keywords: Financialization, distribution, growth, instability, postkaleckian model.

N.º de clasificación JEL: E12, E21, E22, E25, E44.

1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo desarrollamos un modelo analítico simple de distribución y crecimiento *postkaleckiano*, que pretende incorporar algunos efectos de la *financiarización*, la cual puede ser entendida según Epstein (Epstein, 2005, p. 3) como el «(...) creciente papel que tienen las cuestiones financieras, esto es, los mercados, los actores y las instituciones en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales». Recientemente, se han propuesto algunos modelos de distribución y crecimiento con coherencia *stock-flujo* en los que se incorporan algunos aspectos relativos a la financiarización.¹ Estos modelos, sin em-

bargo, no se ocupan de estudiar con rigurosidad los cambios en la distribución entre el capital y el trabajo causados por cambios en el régimen financiero, ni tampoco de los efectos macroeconómicos asociados que se producen a través del consumo y la inversión. Estas investigaciones, además, prestan escasa atención a los problemas de inestabilidad relacionados con la estructura financiera del sector empresarial. En este trabajo presentamos un modelo simple que aborda algunas de estas cuestiones.

En el modelo que vamos a desarrollar se incorporan los siguientes canales de *financiarización*: 1) Se supone que la *financiarización* afecta, por un lado, a la distribución de renta entre las empresas y los rentistas a corto plazo, y por otro, a la distribución entre el capital y el trabajo a medio plazo, a través de la definición de un margen de ganancia, elástico respecto de los dividendos, utilizado para la

* Quisiera agradecer a Till van Treeck sus valiosos comentarios. Los errores que pudieran subsistir son, obviamente, míos.

¹ Ver Godley/Lavoie (2007, pp. 378-444), Lavoie (2008), Skott/Ryoo (2008a,b), Taylor (2004, pp. 272-278), y Van Treeck (2009). Para una visión de conjunto ver Hein/Van Treeck (2008).

fijación de los precios en las empresas. 2) La inversión de las empresas está influida por medio de un «canal de preferencia de la dirección» y de un «canal de medios internos de financiación». 3) El consumo está afectado por la distribución de dividendos a corto plazo y por la reducción en la participación de la rentas del trabajo a medio plazo. Lo más relevante del modelo que presentamos es que se endogeniza el ratio financiación externa/capital de las empresas con el objetivo de verificar la estabilidad y viabilidad a medio plazo de la estructura financiera y de la acumulación de capital, considerando diferentes regímenes de acumulación bajo condiciones de financiarización.

2. EL MODELO BÁSICO

Suponemos una economía cerrada, sin actividad económica del Estado. En determinadas condiciones de producción, existe un sólo tipo de bien producido que puede ser utilizado para el consumo y para la inversión. Existe una relación constante entre el volumen utilizado de trabajo (L) y la producción real (Y), esto es, no existe excedente de trabajo ni cambio técnico de forma que se puede tener un ratio trabajo-producción constante (a). También son constantes el ratio capital / producción potencial (v) y el ratio entre el stock de capital real (K) / producción real potencial (Y^v). Suponemos que el stock de capital no se deprecia. La tasa de utilización de la capacidad (u) viene dada por la relación entre la producción real actual y la producción real potencial. El modelo básico puede describirse mediante las siguientes ecuaciones:

1. Fijación de precios y distribución:

$$p = \left[1 + m(e) \right] wa, \quad m > 0, \quad \frac{\partial m}{\partial e} \geq 0, \quad (1)$$

$$h = \frac{\Pi}{pY} = 1 - \frac{1}{1 + m(e)}, \quad \frac{\partial h}{\partial e} \geq 0, \quad (2)$$

$$r = \frac{\Pi}{pK} = \frac{\Pi}{pY} \frac{Y}{Y^v} \frac{Y^v}{K} = hu \frac{1}{v}, \quad (3)$$

2. Financiación del stock de capital e ingresos de los rentistas:

$$pK = B + E^R + E^F, \quad (4)$$

$$\gamma = \frac{B + E^R}{pK}, \quad (5)$$

$$\phi = \frac{E^F}{pK}, \quad (6)$$

$$\Pi = \Pi^F + R, \quad (7)$$

$$R = e(E^R + B), \quad (8)$$

3. Ahorro, inversión y equilibrio del mercado de bienes:

$$\sigma = \frac{S}{pK} = \frac{\Pi - R + s_R R}{pK} = r - (1 - s_R) e \gamma, \quad (9)$$

$$0 < s_R \leq 1,$$

$$g = \frac{I}{pK} = \alpha + \beta u + \tau h - \theta e \gamma, \quad (10)$$

$$\alpha, \beta, \tau, \theta \geq 0,$$

$$g = \sigma, \quad (11)$$

$$\frac{\partial \sigma}{\partial u} - \frac{\partial g}{\partial u} > 0 \quad \Rightarrow \quad \frac{h}{v} - \beta > 0 \quad (12)$$

Denominamos (w) a la tasa de salario nominal y suponemos que las empresas fijan los precios (p) de acuerdo con un margen de ganancia (m) calculado sobre unos costes laborales unitarios constantes hasta la plena capacidad de producción. Siguiendo a Kalecki (1954, pp. 17-18), el margen viene determinado por el grado de competencia en precios en el mercado de bienes y por la correlación de fuerzas entre el capital y el trabajo en el mercado laboral (ecua-

ción 1). Vamos a simplificar los pagos de dividendos e intereses a los rentistas, considerando una única tasa de rendimiento para los bonos y las acciones (e). La participación de los beneficios (h), esto es, la proporción que representan los beneficios (Π) en la producción nominal (pY), está determinada por el margen de ganancia (ecuación 2). La tasa de beneficio (r) relaciona el flujo anual de beneficios con el *stock* de capital nominal (ecuación 3).

En el modelo que proponemos, el ritmo de acumulación se determina por las decisiones de inversión de las empresas, con independencia del ahorro, debido a que suponemos que las empresas tienen acceso a financiación a corto plazo (o a financiación inicial) por motivos de producción. La financiación es proporcionada por un sector bancario desarrollado, el cual no se especifica en el modelo. Suponemos que la financiación a largo plazo del *stock* de capital está compuesta por las ganancias retenidas acumuladas de las empresas (E^r), el crédito a largo plazo concedido por los hogares rentistas (B), y las acciones emitidas por las empresas y en poder de los hogares rentistas (E^r) (ecuación 4). Por tanto, una parte de los pasivos de las empresas ($B+E^r$) está en manos de personas ajenas a la empresa, esto es, en poder de los hogares rentistas, mientras que otra parte (E^r) está controlada por personas vinculadas a la empresa, bien por la dirección de la empresa o bien por los propietarios de la misma.

Dado que en nuestro modelo suponemos que los precios son constantes en los mercados de bienes y financieros —las ganancias de capital están, por tanto, excluidas del análisis— consideramos que el interés de los rentistas consiste en maximizar los pagos por dividendos e intereses a corto plazo, mientras que el objetivo principal de la direc-

ción de la empresa es favorecer el crecimiento a largo plazo de la misma². La participación de los rentistas en el *stock* de capital, esto es, el ratio financiación externa / capital, viene dado por γ (ecuación 5), y ϕ denota el ratio entre las ganancias retenidas acumuladas y el capital, es decir, el ratio entre la financiación interna / capital (ecuación 6). Suponemos que estos ratios son constantes a corto plazo pero variables, y por tanto, determinados endógenamente, a medio plazo.

Los beneficios totales (Π) se dividen en beneficios retenidos de las empresas (Π^r) por un lado, y dividendos e intereses pagados a los hogares rentistas (R) (ecuación 7), por otro. Los pagos de intereses a los hogares rentistas (R) viene dados por el tipo de interés y el *stock* de deuda. El tipo de interés se considera un parámetro de distribución, que actúa como una variable exógena para la generación de ingresos y para la acumulación de capital, y está determinado, principalmente, por las políticas monetarias y por las evaluaciones de liquidez y riesgo que realizan los bancos y los rentistas, en consonancia con la versión «horizontalista» postkeynesiana del dinero y del crédito endógeno³. Los pagos de dividendos, vienen dados por la tasa de dividendos y el *stock* de acciones en poder de los hogares rentistas, y están determinados por la correlación de fuerzas entre los rentistas (accionistas) y las empresas (dirección), estando los primeros interesados en obtener dividendos elevados para mejorar sus ingresos, y los segundos

² En relación con el «conflicto propietario-gestión» dentro de la empresa basado en un análisis microeconómico del *trade-off* «crecimiento-beneficio», ver Crotty (1990), Stockhammer (2005-6), y Hein/Van Treeck (2008).

³ Ver Hein (2008a) para una revisión del enfoque postkeynesiano de la endogeneidad del dinero y su aplicación en los modelos postkeynesianos de distribución y crecimiento.

en conseguir ganancias retenidas para aumentar la inversión real y el crecimiento de las empresas. Con el fin de simplificar el análisis, se obvia el estudio sobre los efectos de la selección de cartera de los rentistas. Dado que hemos considerado una única tasa de rendimiento para los bonos y las acciones (e), ésta, junto con el *stock* de acciones y bonos en poder de los rentistas determina el ingreso de estos últimos (ecuación 8). La tasa de rendimiento de los rentistas se determina por la correlación de fuerzas entre la dirección de la empresa y los rentistas, siendo, por tanto, la variable clave para realizar el análisis de los efectos del aumento del poder del accionista con respecto a la dirección de la empresa y a los trabajadores.

Los cambios en la tasa de rendimiento de los rentistas pueden causar un cambio en el margen utilizado por las empresas para fijar los precios en mercados de bienes competitivos incompletos (ecuación 1). Este cambio en el margen puede producirse si los determinantes del margen están influidos tanto por el aumento del poder del accionista, en particular por el grado de competencia en precios en el mercado de bienes, como por el poder relativo de trabajadores y sindicatos en el mercado de trabajo.

Cuando se produce un aumento del poder del accionista, consideramos que el margen es inelástico con respecto a los dividendos a corto plazo.

Sin embargo, a medio plazo, es posible que dicho margen se vuelva elástico con respecto a los dividendos debido a que se producirá una disminución de la competencia en precios en el mercado de bienes como resultado de la aparición de fusiones, adquisiciones y las OPA hostiles en el sector empresarial y, sobre todo, debido a un debilitamiento del poder de negociación de los

trabajadores fruto de la aplicación de políticas en forma de «ajuste de plantilla» y del aumento del desempleo (Lazonick/O'Sullivan, 2000)⁴. La participación de los beneficios (ecuación 2) con respecto a la tasa de rendimiento de los rentistas se volverá elástica.

Para simplificar el análisis, partimos de la hipótesis clásica del ahorro, esto es, consideramos que los trabajadores no ahorran. Por definición, la parte de los beneficios retenidos se ahorra completamente. La parte de los beneficios distribuidos a los hogares rentistas, esto es, los pagos de dividendos e intereses, se utiliza por los hogares en función de su propensión a ahorrar (s_p). De esta manera, obtenemos la tasa de ahorro (σ) en la ecuación (9), que relaciona el ahorro total con el *stock* de capital nominal. En nuestro modelo, consideramos sólo el consumo que realizan los rentistas con el flujo de los ingresos corrientes. El aumento del precio de las acciones y la subida de la riqueza (bursátil) asociada con la financiarización reducirán la tasa de ahorro general, especialmente si suponemos que las familias pueden pedir préstamos con el respaldo de ciertas garantías. Esto supondría un aumento de la deuda de las familias, lo cual podría afectar negativamente al consumo⁵. Nuestro modelo, no obstante, no se detiene a analizar estas cuestiones.

La tasa de acumulación (g), que relaciona la inversión neta (I) con el *stock* de capital en la ecuación (10), está basada en la función de inversión propuesta por Bhaduri/Marglin (1990)⁶. Suponemos que las deci-

⁴ Ver Dumenil/Levy (2005), Epstein/Power (2003), y Epstein/Jayadev (2005) para una revisión de los resultados empíricos que defienden este supuesto.

⁵ Ver los modelos propuestos por Bhaduri/Laski/Riese (2006), Dutt (2005, 2006), y Palley (1994).

⁶ Ver Hein (2008b) para analizar otro modelo similar con inversión que da lugar a la versión «estancamentista» del modelo de distribución y crecimiento kaleckiano, que está más en línea con las ideas originales de Kalecki.

siones de inversión de las empresas están influidas positivamente por la tasa de utilización de la capacidad y por la participación de los beneficios, debido a que ambas variables aumentan la tasa (esperada) de beneficios. Los beneficios distribuidos, esto es, los pagos de dividendos e intereses a los rentistas, tienen un impacto negativo sobre la inversión ya que producen una reducción de las ganancias retenidas y de los medios propios de financiación de las empresas. Esta circunstancia, además, y de acuerdo con el «principio de riesgo creciente» de Kalecki (1937), limita el acceso a fondos externos en los mercados de capital imperfectos.

Considerando que los accionistas desean obtener beneficios a corto plazo —en comparación con el deseo de la dirección de la empresa de lograr el crecimiento de la misma a largo plazo— un aumento del poder del accionista con respecto a la dirección de la empresa elevará la tasa de rendimiento de los rentistas y reducirá los fondos disponibles para el crecimiento y la inversión real de la empresa. Por otro lado, un aumento del poder del accionista no sólo afectará a los fondos internos y, en consecuencia, a las condiciones financieras de las empresas, sino que además influirá en las preferencias de la dirección. Los *animal spirits* de la dirección de la empresa, reflejados en la constante α de la función de inversión, disminuirá e incluso podría hacerse negativa si la dirección de la empresa se alinea con los accionistas mediante la suscripción de acciones y las amenazas de OPA hostiles en un mercado dinámico controlado por las empresas. Nuestra función de inversión incorpora, por tanto, los dos canales de transmisión del aumento de poder del accionista a la inversión real: el «canal de medios internos

de financiación», y el «canal de preferencias de la dirección»⁷.

El equilibrio de mercado de bienes se determina por la igualdad entre las decisiones de ahorro y las decisiones de inversión (ecuación 11). La condición de estabilidad del mercado de bienes requiere que la respuesta de la tasa de ahorro a los cambios en la utilización de la capacidad productiva sea más elástica que la respuesta de la acumulación de capital (condición 12). Nuestro modelo arroja, de esa forma, los siguientes valores de equilibrio en el mercado de bienes:

$$u^* = \frac{\alpha + \tau h + e\gamma(1 - s_R - \theta)}{\frac{h}{v} - \beta}, \quad (13)$$

$$r^* = \frac{\frac{h}{v}[\alpha + \tau h + e\gamma(1 - s_R - \theta)]}{\frac{h}{v} - \beta}, \quad (14)$$

$$g^* = \frac{\frac{h}{v}(\alpha + \tau h) + e\gamma[\beta(1 - s_R) - \theta \frac{h}{v}]}{\frac{h}{v} - \beta} \quad (15)$$

En los apartados que siguen, nos referiremos únicamente a los efectos del aumento del poder del accionista sobre equilibrios estables del mercado de bienes en una era de la financiarización. En primer lugar, el aumento del poder del accionista afectará las preferencias de la dirección de la empresa y, en consecuencia, tendrá un efecto negativo sobre los *animal spirits* de la dirección, y, en segundo lugar, dicho poder estará asociado a una mayor tasa de rendimiento de los rentistas.

⁷ En Stockhammer (2004), Orhangazi (2008), y Van Treeck (2008a) se pueden encontrar estimaciones empíricas de funciones de inversión que incorporan estos efectos del aumento del poder del accionista.

3. EFECTOS A CORTO PLAZO DEL AUMENTO DEL PODER DEL ACCIONISTA

Para llevar a cabo el análisis de los efectos a corto plazo del aumento del poder del accionista, suponemos que γ y ϕ están dadas y son constantes. Consideramos, además, que las empresas no son capaces de trasladar los incrementos de los pagos de dividendos a los precios, debido a que los determinantes del margen cambian muy lentamente. Por lo tanto, el margen y la participación de los beneficios se mantendrán también constantes a corto plazo.

Una mejora de la percepción del accionista sobre las decisiones de inversión de la empresa, esto es, una disminución de los *animal spirits* (tal como muestra α en la función de inversión) tiene únicamente efectos negativos sobre las variables endógenas. Esto es así porque la variable *animal spirits* presenta relaciones inequívocamente positivas con las tasas de equilibrio de la utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital, como puede apreciarse en las ecuaciones (13) a (15):

$$\frac{\partial u}{\partial \alpha} > 0, \quad \frac{\partial r}{\partial \alpha} > 0 \quad \text{y} \quad \frac{\partial g}{\partial \alpha} > 0$$

Un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas, por el contrario, tiene efectos ambiguos. Por un lado, afecta a la inversión de las empresas por medio de la disponibilidad de fondos internos y a través del recurso a la financiación externa. Por otro lado, también influye sobre los ingresos de los hogares rentistas y por ende, sobre el consumo. Suponiendo que el ratio financiación externa / capital, el margen y la participación de los beneficios son cons-

tantes a corto plazo, los efectos que resultan de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre las tasas de equilibrio de la utilización de capacidad:

$$\frac{\partial u^*}{\partial e} = \frac{(1-s_R-\theta)\gamma}{\frac{h}{v}-\beta}, \quad (13a)$$

la tasa de...

$$\frac{\partial r^*}{\partial e} = \frac{\frac{h}{v}(1-s_R-\theta)\gamma}{\frac{h}{v}-\beta}, \quad (14a)$$

la tasa de...

$$\frac{\partial g^*}{\partial e} = \frac{\gamma \left[\beta(1-s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{\frac{h}{v}-\beta} \quad (15a)$$

Los efectos de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas pueden ser positivos o negativos, dependiendo de los valores que tome el parámetro en las funciones de ahorro y de inversión del modelo:

$$\frac{\partial u^*}{\partial e} > 0, \quad \text{si: } 1-s_R > \theta, \quad (13a')$$

$$\frac{\partial r^*}{\partial e} > 0, \quad \text{si: } 1-s_R > \theta, \quad (14a')$$

$$\frac{\partial g^*}{\partial e} > 0, \quad \text{si: } 1-s_R > \theta \frac{h}{v\beta} \quad (15a')$$

Suponiendo que se satisface la condición de estabilidad (12), para que se mantenga el equilibrio en el mercado de bienes es preciso que la ecuación (15a') satisfaga $\frac{h}{v\beta} > 1$. El cuadro n.º 1 presenta los diferentes casos que se obtienen en relación con el equilibrio a corto plazo.

El caso «normal» supone que un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas tiene un impacto negativo sobre los valores de equilibrio de las tasas de utilización de

Cuadro n.º 1

Casos de corto plazo para un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas

	Caso normal	Caso intermedio	Caso peculiar
	$1 - s_R < \theta$	$\theta < 1 - s_R < \frac{\theta h}{v\beta}$	$\frac{\theta h}{v\beta} < 1 - s_R$
$\frac{\partial u}{\partial e}$	-	+	+
$\frac{\partial r}{\partial e}$	-	+	+
$\frac{\partial g}{\partial e}$	-	-	+

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 2

Regímenes de acumulación a corto plazo en condiciones de financiarización y de creciente poder del accionista

	Régimen contractivo	Régimen de beneficios sin inversión	Régimen guiado por la financiación
Efecto vía <i>animal spirits</i> de la dirección	Débil/Fuerte	Débil	Débil
Efecto vía tasa de rendimiento de los rentistas	Caso normal	Caso intermedio	Caso peculiar

Fuente: Elaboración propia.

capacidad, beneficio y acumulación de capital, esto ocurrirá cuando $1 - s_R < \theta$. Por lo tanto, este caso se dará con mayor probabilidad cuanto mayor sea la propensión a ahorrar de los rentistas y cuanto mayor sea la capacidad de respuesta de la inversión real de las empresas con respecto a los beneficios distribuidos y por ende, con respecto a los fondos internos. Con esta com-

binación de parámetros, un aumento en la demanda de consumo asociado a una redistribución de ingresos de las empresas en favor de los hogares rentistas no sería suficiente para compensar los efectos negativos producidos en la inversión de las empresas. En el caso «normal», los efectos de un aumento en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre las tasas de equilibrio

de la utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital intensifican los efectos negativos del aumento del poder del accionista, debido a la acción de los *animal spirits* de la dirección sobre dichas variables, y si esta situación se mantiene, obtendremos el régimen de acumulación «contractivo» (cuadro n.º 2).

En el caso «peculiar», tenemos una combinación de parámetros distinta $1 - s_R > \theta \frac{h}{v\beta}$. Una baja propensión a ahorrar de los rentistas, una baja respuesta de la inversión con respecto a los beneficios distribuidos y a los fondos internos, y una elevada elasticidad con respecto a la utilización de la capacidad dan lugar a que un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas tenga un efecto positivo sobre las tasas de equilibrio de la utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital. En este caso «peculiar», el efecto de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre las tasas de equilibrio de la utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital, puede compensar con holgura los efectos negativos del aumento del poder del accionista a través de los *animal spirits* de la dirección. Si esta situación se mantiene, obtendremos un régimen de acumulación «guiado por la financiación» (Boyer, 2000), y como consecuencia, el efecto total del aumento del poder del accionista sobre las tasas de utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital será positivo (cuadro n.º 2).

Finalmente, un caso «intermedio» puede surgir si $\theta < 1 - s_R < \theta \frac{h}{v\beta}$. En este caso, un aumento en la tasa de rendimiento de los rentistas estará acompañado por aumentos en las tasas de utilización de la capacidad y de beneficios, pero por una disminución en la tasa de acumulación de capital. Este caso

«intermedio» requiere, por un lado, una baja propensión a ahorrar de los rentistas, lo que impulsa la demanda de consumo ante una redistribución en favor de los rentistas. También requiere una baja capacidad de respuesta de la inversión de las empresas con respecto a los beneficios distribuidos y, por ende, a los fondos internos, lo cual limita los efectos negativos de la citada redistribución sobre la inversión empresarial. Por otro lado, el «caso intermedio» está caracterizado por una baja capacidad de respuesta de la inversión con respecto a la utilización de la capacidad, lo que en conjunto no resulta suficiente para compensar con holgura los efectos negativos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas por medio de los fondos internos. En el caso «intermedio», los efectos negativos del aumento de poder del accionista vía «canal de preferencias de la dirección» (*animal spirits*) se compensan con los efectos de un incremento de la tasa de rendimiento de los rentistas respecto a la utilización de la capacidad y a la tasa de beneficios, pero, sin embargo, el efecto negativo sobre la acumulación de capital se acentúa. En relación con la utilización de la capacidad, se requiere nuevamente que el aumento del poder del accionista esté asociado con un efecto fuerte del aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas y con un efecto débil a través de los *animal spirits* de la dirección. Si estas condiciones se cumplen, obtendremos un régimen de «beneficios sin inversión» (Cordonnier, 2006) (cuadro n.º 2).

4. EQUILIBRIO Y ESTABILIDAD A MEDIO PLAZO

Para analizar el equilibrio a medio plazo en nuestro modelo se necesita tener en cuenta que las empresas tienen la capaci-

dad de trasladar los aumentos en la tasa de rendimiento demandados por los rentistas a los precios y que el margen, y, en consecuencia, la participación de los beneficios brutos (que incluyen los pagos por dividendos e intereses), puede aumentar. Por tanto, con un margen elástico respecto a los dividendos tenemos $\frac{\partial h}{\partial e} \geq 0$, y la participación de las rentas del trabajo disminuirá ante aumentos de la tasa de rendimiento de los rentistas.

Para el análisis a medio plazo, es preciso considerar también los efectos que produce un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre el *stock* de deuda y de acciones en poder de los rentistas, y por ende, sobre los ratios entre la financiación externa e interna y el capital. Dado que $\gamma + \phi = 1$, resulta suficiente con analizar la dinámica de γ . No vamos a considerar las cuestiones relativas a la selección de cartera entre bonos y acciones al que se enfrentarían los hogares si se produjese un cambio relativo en la tasa de dividendo y el tipo de interés. Procedemos de esta manera por dos razones. Por un lado, porque permite simplificar el análisis y, por otro, porque trabajamos con la hipótesis de que la selección de cartera de los hogares está dominada por factores institucionales e históricos, que cambian muy lentamente en el tiempo pese a las variaciones a corto y medio plazo de la tasa de dividendos (en relación con el tipo de interés).

En nuestro modelo, de hecho, los cambios en las decisiones de cartera de los hogares sólo afectan a las decisiones de inversión de las empresas si se ven afectados los medios internos de financiación de las empresas. Sin embargo, en nuestra función de inversión no se considera la existencia de un efecto vía q de Tobin o ratio de evaluación de Kaldor, a diferencia de

lo que aparece especificado en otros enfoques postkeynesianos con coherencia *stock-flujo* (Skott/Ryoo, 2008a, b; Van Treeck 2009).⁸

A nuestro juicio, existen dudas de que en una era de *financiarización* pueda considerarse que un aumento de la q de Tobin, producido por factores tales como el aumento del poder del accionista, la compra de acciones, el aumento de los pagos de dividendos y los cambios forzados en las preferencias de la dirección, provoque un incremento de la inversión real.⁹ Por este motivo, parece suficiente abordar el estudio de los efectos que los cambios en la tasa de rendimiento de los rentistas tienen sobre el ratio financiación externa/capital, y el posterior análisis de los efectos asociados sobre la acumulación de capital.

La acumulación de bonos y acciones en manos de los rentistas viene dada por los ingresos de estos y por la propensión a ahorrar:

$$\Delta(E^R + B) = s_R e (E^R + B) \quad (16)$$

En relación con la tasa de crecimiento de la deuda y de las acciones en manos de los rentistas, tenemos:

$$\frac{\Delta(E^R + B)}{(E^R + B)} = s_R e \quad (17)$$

⁸ Si estos modelos presentan un coeficiente elevado en la q de Tobin en la función de inversión se generarán «beneficios sin inversión» (Van Treeck, 2009) o incluso regímenes de acumulación «contractivos». (Godley/Lavoie, 2007, pp. 378-444; Lavoie, 2008).

⁹ Medlen (2003) ofrece un soporte empírico a las dudas que exponemos. De acuerdo con sus observaciones, en los Estados Unidos (1968-2001) existe una correlación positiva entre la q de Tobin, por un lado, y la relación entre fusiones y la nueva inversión real, por otro. Este es un caso exactamente opuesto a lo que la q de Tobin sugeriría, ya un aumento en la q de Tobin debería estar correlacionado con una inversión real neta mayor en relación con las fusiones y adquisiciones.

Si suponemos que los precios se mantienen constantes, lo que significa que los márgenes y la distribución pueden cambiar pero que no puede modificarse el nivel de precios, entonces, las tasas de crecimiento del ratio financiación externa/capital dependerán de la tasa de crecimiento de la financiación externa y de la tasa de crecimiento del *stock* de capital real. De la ecuación (6), tenemos:

$$\hat{\gamma} = \frac{\Delta(E^R + B)}{(E^R + B)} - \hat{K} = s_R e - g \quad (18)$$

En el equilibrio a medio plazo, el valor de γ está determinado endógenamente y tiene que ser constante, ya que se tiene que cumplir que $\hat{\gamma} = 0$. Incorporando esta condición en la ecuación (18) y haciendo uso de la ecuación (15) se obtiene el siguiente valor de equilibrio a medio plazo para el ratio financiación externa/capital:

$$\gamma^* = \frac{s_R e \left(\frac{h}{v} - \beta \right) - \frac{h}{v} (\alpha + \tau h)}{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]} \quad (19)$$

Este equilibrio a medio plazo será estable si $\frac{\partial \hat{\gamma}}{\partial \gamma} < 0$. A partir de la ecuación (18) y por medio de la ecuación (15) se obtiene:

$$\frac{\partial \hat{\gamma}}{\partial \gamma} = \frac{-e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{\frac{h}{v} - \beta} \quad (20)$$

Teniendo en cuenta que estamos suponiendo que el equilibrio del mercado de bienes es estable, la condición de equilibrio a medio plazo del ratio financiación externa/capital será la siguiente:

$$\frac{\partial \hat{\gamma}}{\partial \gamma} < 0 \quad \text{si:} \quad \beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0 \quad (20')$$

$$\Leftrightarrow 1 - s_R > \theta \frac{h}{v\beta}$$

La estabilidad de γ requiere una baja propensión a ahorrar de los rentistas, una baja capacidad de respuesta de la inversión de las empresas respecto a los beneficios distribuidos y a los fondos internos y una alta elasticidad respecto a la utilización de la capacidad. Esto equivale a una relación positiva entre la tasa de acumulación de capital y el ratio de financiación externa/capital. De la ecuación (15) obtenemos:

$$\frac{\partial g^*}{\partial \gamma} = \frac{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{\frac{h}{v} - \beta}, \quad (15b)$$

$$\frac{\partial g^*}{\partial \gamma} > 0 \quad \text{si:} \quad \beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0 \quad (15b')$$

$$\Leftrightarrow 1 - s_R > \theta \frac{h}{v\beta}$$

Es importante resaltar que la estabilidad a medio plazo del ratio financiación externa/capital requiere que el efecto de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre la tasa de equilibrio a corto plazo de la acumulación de capital sea similar al descrito en el caso «peculiar», tal y como puede observarse en la condición (15a').

5. EFECTOS A MEDIO PLAZO DE LA 'FINANCIARIZACIÓN' Y DEL AUMENTO DEL PODER DEL ACCIONISTA

Estamos ahora en disposición de analizar los efectos a medio plazo de un aumento en la tasa de rendimiento de los rentistas y de una disminución de los *animal spirits* de la dirección. De la ecuación (19), se obtienen los siguientes efectos de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre el ratio financiación externa/capital de equilibrio:

$$\frac{\partial \gamma^*}{\partial e} = \frac{s_R \left(\frac{h}{v} - \beta \right) - \gamma \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]} + \quad (19a)$$

$$+ \frac{\frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} \left[e(\theta \gamma + s_R) - \alpha - 2\tau h \right]}{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}$$

Para realizar una valoración de los efectos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas es conveniente hacer una distinción entre el caso «estable» a medio plazo y el caso «inestable» a medio plazo.

Respecto al caso «estable», en el que se satisface $\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0$, obtenemos:

$$\frac{\partial \gamma^*}{\partial e} > 0$$

$$\text{si: } \beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0, \quad (19a')$$

$$\text{y: } \frac{s_R \left(\frac{h}{v} - \beta \right) + \frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} (s_R e - \alpha - 2\tau h)}{\left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right] - \frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} e} > \gamma$$

En el caso estable a medio plazo, el efecto de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre el ratio financiación externa/capital depende de la participación inicial de los rentistas en el *stock* de capital.

En el caso inestable a medio plazo, tenemos que $\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} < 0$ y mediante la ecuación (19a) obtenemos:

$$\frac{\partial \gamma^*}{\partial e} < 0$$

$$\text{si: } \beta (1 - s_R) - \rho s_R \frac{h}{v} < 0, \quad (19a'')$$

$$\text{y: } \frac{s_R \left(\frac{h}{v} - \beta \right) - \gamma \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{\frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v}} + \quad (19a'')$$

$$+ \frac{\frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} e(\theta \gamma + s_R)}{\frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v}} > \alpha + 2\tau h$$

En este caso, un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas tendrá un efecto adverso sobre el ratio financiación externa/capital de equilibrio, suponiendo que los *animal spirits* (α) no son demasiado fuertes y que el efecto de la participación de los beneficios sobre la inversión de las empresas es débil.

Refiriéndonos a los efectos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre la tasa de la acumulación de capital de equilibrio a medio plazo, obtenemos de la ecuación (18), en la que se cumple la condición $\dot{\gamma} = 0$:

$$g^{**} = s_R e \quad (21)$$

Denominaremos g^{**} tasa garantizada, tasa de acumulación de capital de equilibrio a medio plazo y el efecto de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre la tasa de acumulación de capital de equilibrio a medio plazo (dada la propensión a ahorrar de los rentistas) es necesariamente positivo para todos los casos:

$$\frac{\partial g^{**}}{\partial e} = s_R > 0 \quad (21a)$$

Este resultado se obtiene directamente de la condición de equilibrio a medio plazo, que exige que γ sea constante y, por ende, que el *stock* de capital crezca a la misma tasa que el total de deuda y acciones en poder de los rentistas. Un incremento en los pagos de dividendos (y de intereses) a

los rentistas en relación al *stock* de capital, requiere una intensificación del crecimiento del *stock* de capital para obtener un equilibrio a medio plazo¹⁰.

Esta tasa de acumulación de capital de equilibrio a medio plazo la llamamos «tasa garantizada» (g^{**}), porque es la tasa de acumulación que se requiere para mantener constante el ratio financiación/externa-capital. Sin embargo, no se garantiza en absoluto que la tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes se ajuste a dicha tasa.

Podría decirse que nuestra «tasa garantizada» de acumulación se asimila en cierto sentido a la «tasa de crecimiento garantizada» de Harrod (1939). En nuestro caso, sin embargo, dicha tasa no está relacionada con el equilibrio del mercado de bienes, ni con la utilización de la capacidad deseada, sino con una estructura financiera constante del sector empresarial.

Como se ha mostrado anteriormente, cuando nos encontramos en el caso «peculiar» a corto plazo de la tasa de rendimiento creciente de los rentistas (15a'), se satisface la condición de estabilidad para el ratio financiación exterior/capital de equilibrio a medio plazo. La tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes se ajustará a la «tasa garantizada» cuando la tasa de rendimiento de los rentistas aumente, y se alcanzará así el nuevo equilibrio a medio plazo. Este proceso de ajuste se puede alterar, pero no evitar, debido a la influencia de los otros dos efectos añadidos del creciente poder

de los accionistas que se consideran en nuestro modelo.

En primer lugar, a corto y medio plazo, los efectos negativos de una caída en los *animal spirits* producida por un aumento del poder del accionista reducirían el impacto positivo de un incremento de la tasa de rendimiento sobre la acumulación de capital. En segundo lugar, se supone que a medio plazo el margen y, por tanto, la participación de los beneficios, es elástico respecto a la tasa de rendimiento de los rentistas, lo cual tiene un efecto añadido sobre la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes, como se deduce de la ecuación (15):

$$\frac{\partial g^*}{\partial e} = \frac{e\gamma \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right] + \frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} (\tau h - \beta u)}{\frac{h}{v} - \beta} \quad (15c)$$

En el segundo término del numerador de la ecuación (15c), se observa que el efecto de un aumento de la participación de los beneficios sobre la acumulación de capital puede ser positivo o negativo, dependiendo de la importancia relativa que la tasa de utilización de la capacidad y la participación de los beneficios tengan en las decisiones de inversión de las empresas. Si la acumulación de capital está guiada por los beneficios, la redistribución a medio plazo en favor de los beneficios brutos producirá un impulso adicional a la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes. Sin embargo, si la acumulación está guiada por los salarios, la redistribución en favor de los beneficios brutos reducirá el efecto positivo a corto plazo de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas.

¹⁰ Debido a que una creciente tasa de rendimiento de los rentistas también afecta al valor de equilibrio del ratio financiación externa/capital, como se ha mostrado anteriormente, el aumento requerido en el *stock* de capital puede no necesitar al principio ser proporcional al aumento de la financiación externa.

Si por alguna razón el incremento de la capacidad de acumulación producido por un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas no es suficiente para conseguir el aumento de la «tasa garantizada» de la ecuación (21), el ratio financiación externa/capital crecerá de acuerdo con lo dispuesto en la ecuación (18), y esto dará lugar a un aumento de la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes de acuerdo con la ecuación (15), estabilizando de esta manera el sistema. Por tanto, las condiciones del caso «peculiar» de corto plazo son suficientes para la estabilidad a medio plazo del régimen de crecimiento orientado a la financiación.

En los casos «normal» e «intermedio» a corto plazo, la acumulación de capital disminuirá cuando se produzcan aumentos en la tasa de rendimiento de los rentistas, y, por tanto, no se alcanzará el nuevo equilibrio. En otras palabras, la condición de estabilidad para el equilibrio a medio plazo (20) no se satisface. El hecho de que los casos «normal» e «intermedio» a corto plazo sean los casos que más predominan supone que el ratio financiación externa/capital a medio plazo es inestable, y, por tanto, podría decirse que la «tasa garantizada» de acumulación de capital en la ecuación (21) contiene una especie de inestabilidad harrodiana llamada «filo de la navaja» (Harrod, 1939). Nuestra inestabilidad, sin embargo, no está relacionada con la tasa de acumulación de capital vigente que equilibra el mercado de bienes, como sucede en Harrod, sino con la tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes y con la tasa de acumulación necesaria para conseguir un ratio financiación externa/capital constante. Si la tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes en la ecuación (15) fuera por casualidad

igual a la «tasa garantizada» en la ecuación (21), el stock de capital continuaría creciendo a esa tasa. Sin embargo, cualquier desviación que se produjera respecto de la «tasa garantizada» causaría una desviación explosiva respecto de esta tasa. Si la tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes no alcanzara la «tasa garantizada», el ratio financiación externa / capital aumentaría de acuerdo con lo expresado en la ecuación (18), y esto afectaría negativamente de nuevo a la acumulación de capital, según lo dispuesto en la ecuación (15), haciendo que la acumulación de capital cayera por debajo de la «tasa garantizada» y que el ratio financiación externa/capital subiera por encima de la tasa de equilibrio. Si la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes excediera de la «tasa garantizada», el ratio financiación externa/capital caería (ecuación 18) lo que afectaría nuevamente de forma positiva a la acumulación de capital (ecuación 15), haciendo que ésta se alejara incluso más de la «tasa garantizada», y así sucesivamente.

Por tanto, el proceso acumulativo de desequilibrio a medio plazo estaría caracterizado bien por ratios crecientes de financiación externa/capital y por ratios de acumulación de capital decrecientes, o bien, mostrará ratios de financiación externa/capital decrecientes y tasas de acumulación de capital crecientes. De esta manera, obtenemos una «paradoja de la financiación externa» que nos recuerda a la «paradoja de la deuda» de Steindl (1976, pp. 113-122)¹¹. Disminuciones (aumentos) en las tasas de acumulación del capital inducen a las empresas a reducir (aumentar) el ratio financiación externa/capi-

¹¹ Sobre la «paradoja de la deuda» ver también Dutt (1995) y Lavoie (1995).

tal, sin embargo, los efectos macroeconómicos de este comportamiento hacen que este ratio aumente (disminuya).

En los regímenes «contractivo» y «beneficios sin inversión», un aumento en la tasa de rendimiento de los rentistas que genere aumentos en la «tasa garantizada» pondrá en marcha un proceso acumulativo de disminución de la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes y un proceso acumulativo de aumento del ratio financiación externa/capital. Una disminución de los *animal spirits* de la dirección junto a un aumento del poder del accionista contribuirá a agravar este proceso. Una redistribución en detrimento del trabajo provocada por cambios en el margen (elástico respecto de los dividendos) reforzará a medio plazo este proceso, siempre y cuando la acumulación esté «guiada por los salarios» y, por el contrario debilitará dicho proceso sin remedio si la acumulación está «guiada por los beneficios».

Por último, quedan por examinar los efectos que tiene una disminución de los *animal spirits* de la dirección sobre la inversión real. De la ecuación (19) obtenemos el siguiente resultado en relación con el efecto de los *animal spirits* sobre el ratio financiación externa/capital a medio plazo:

$$\frac{\partial \gamma^*}{\partial \alpha} = \frac{-\frac{h}{v}}{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]} \quad (19b)$$

En el caso estable a medio plazo, en el que $\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0$, obtenemos $\frac{\partial \gamma^*}{\partial \alpha} < 0$. Una disminución de los *animal spirits* asociada a un aumento del poder del accionista producirá un incremento del ratio financiación externa/capital de equilibrio. La inestabilidad a medio plazo implica $\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} < 0$ y, por ende, $\frac{\partial \gamma^*}{\partial \alpha} > 0$.

Por tanto, la disminución de los *animal spirits* hará disminuir el ratio financiación externa/capital de equilibrio (inestable).

En relación con los efectos de los *animal spirits* sobre la «tasa garantizada» de acumulación de capital a medio plazo permite obtener de la ecuación (21).

$$\frac{\partial g^{**}}{\partial \alpha} = 0 \quad (21b)$$

Debido a que la «tasa garantizada» de acumulación de capital necesaria para mantener un ratio financiación externa/capital constante se determina exclusivamente por el ahorro que los rentistas atesoran de los pagos de dividendos e intereses que reciben, los cambios en los *animal spirits* de la dirección no tienen efectos sobre dicha tasa. Un cambio en los *animal spirits* sólo afectará a la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes. Como se ha apuntado anteriormente, dicho cambio sólo agravará los procesos acumulativos de desviación de la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes respecto de la «tasa garantizada» en el caso inestable a medio plazo, y modificará, pero no evitará el proceso de ajuste en el caso estable a medio plazo.

6. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Estamos ahora en disposición de resumir los efectos de la *financiarización* en nuestro modelo de distribución y crecimiento *post-kaleckiano*. En nuestro análisis, la *financiarización* se ha entendido como un aumento del poder del accionista frente a la dirección de la empresa y a los trabajadores, dando lugar a unos menores *animal spirits* de la dirección en lo que se refiere a la inversión real, a la mayor tasa de rendimiento de los rentistas a corto plazo, y a la caída

de la participación de las rentas del trabajo a medio plazo.

En el cuadro n.º 3 se resumen los principales resultados que se han obtenido. Hacemos una distinción entre los efectos a corto y a medio plazo, entre el equilibrio estable y el equilibrio inestable a medio plazo, y entre los regímenes denominados «contractivo», «beneficios sin inversión» y «creci-

miento orientado a la financiación». Suponemos que la condición de equilibrio a corto plazo se satisface en todos los casos.

En la combinación de parámetros que da lugar al caso estable a medio plazo y al régimen de «crecimiento orientado a la financiación», obtenemos que la caída de los *animal spirits* de la dirección de la empresa tiene un efecto negativo sobre las tasas de

Cuadro n.º 3

Efectos a corto plazo de la financiarización y del creciente poder del accionista

		Régimen contractivo	Régimen de beneficios sin inversión	Régimen de crecimiento guiado por la financiación
		$\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v}$		
		—	—	+
Tasa de rendimiento de los rentistas, participación de los beneficios y ratio financiación externa/capital	$\frac{\partial h}{\partial e}, \frac{\partial \gamma}{\partial e}$ (corto plazo)	0	0	0
<i>Animal spirits</i> y equilibrio del mercado de bienes	$\frac{\partial u^*}{\partial \alpha}, \frac{\partial r^*}{\partial \alpha}, \frac{\partial g^*}{\partial \alpha}$ (13, 14, 15)	+	+	+
Tasa de rendimiento de los rentistas y tasas de equilibrio de la utilización de la capacidad y de los beneficios	$\frac{\partial u^*}{\partial e}, \frac{\partial r^*}{\partial e}$ (13a, 14a)	—	+	+
Tasa de rendimiento de los rentistas y tasa de equilibrio de la acumulación de capital	$\frac{\partial g^*}{\partial e}$ (15a)	—	—	+

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 4

Efectos a medio plazo de la financiarización y del creciente poder del accionista

		Régimen contractivo	Régimen de beneficios sin inversión	Régimen de crecimiento guiado por la financiación
		$\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v}$		
		–	–	+
Tasa de rendimiento de los rentistas y participación de los beneficios	$\frac{\partial h}{\partial e}$ (medio plazo)	+	+	+
Estabilidad del equilibrio del ratio financiación externa/capital	$\frac{\partial \hat{\gamma}}{\partial \gamma}$ (20)	+(inestable)	+(inestable)	–(estable)
Tasa de rendimiento de los rentistas y ratio financiación exterior/capital de equilibrio	$\frac{\partial \gamma^*}{\partial e}$ (19a)	+/0/–	+/0/–	+/0/–
Tasa de rendimiento de los rentistas y tasa de acumulación de capital de equilibrio («tasa garantizada»)	$\frac{\partial g^{**}}{\partial e}$ (21a)	+	+	+
<i>Animal spirits</i> y ratio financiación externa/capital de equilibrio	$\frac{\partial \gamma^*}{\partial \alpha}$ (19b)	+	+	–
<i>Animal spirits</i> y tasa de acumulación de capital de equilibrio (tasa garantizada)	$\frac{\partial g^{**}}{\partial \alpha}$ (21b)	0	0	0

Fuente: Elaboración propia.

equilibrio a corto plazo de la utilización de la capacidad, de los beneficios y de la acumulación de capital. Estos efectos negativos, sin embargo, se compensan sobradamente con los efectos positivos de un

aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas, siempre y cuando supongamos que el aumento del poder del accionista está asociado con una reducción relativamente suave de los *animal spirits*. A medio

plazo, el margen y la participación de los beneficios aumentarán, y el ratio de equilibrio financiación externa/capital podría aumentar, disminuir o mantenerse constante dependiendo de los valores iniciales que tenga dicho ratio. El efecto de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre la tasa de acumulación de capital de equilibrio a medio plazo, esto es, sobre la «tasa garantizada», es positivo. Y además, dado que estamos considerando un ratio financiación externa/capital de equilibrio estable, la «tasa garantizada» de acumulación de capital tiene que ser también estable, porque así se desprende de la condición por la que el ratio financiación externa/capital es constante. El cambio en los *animal spirits* no tiene efectos a medio plazo en la tasa de acumulación de capital de equilibrio (la «tasa garantizada») y sólo afecta al ratio financiación externa/capital de equilibrio de forma negativa, esto es, el valor de equilibrio a medio plazo de esta ratio aumentará ante una caída de los *animal spirits* de la dirección de la empresa.

De aquí se desprende que un régimen de «crecimiento guiado por la financiación», caracterizado por elevadas o crecientes tasas de utilización de la capacidad, de beneficios y de acumulación de capital, puede ser un régimen viable a corto plazo y también a medio plazo, siempre y cuando coexistan unos bajos *animal spirits* y una elevada tasa de rendimiento de los rentistas. Sin embargo, el régimen de «crecimiento guiado por la financiación» y un ratio financiación externa /capital estable a medio plazo requiere de una combinación específica de parámetros: baja propensión a ahorrar de los rentistas, baja elasticidad de la inversión con respecto a los beneficios distribuidos y, por ende, a los fondos internos, alta capacidad de respuesta de la inversión con respecto a la utilización de la

capacidad, y un efecto débil de un cambio de los *animal spirits* sobre la inversión.

En la combinación de parámetros más realista, que da lugar al caso inestable a medio plazo y a los regímenes de «beneficios sin inversión» y «contractivo»¹², los efectos negativos a corto plazo sobre el equilibrio real de un aumento del poder del accionista vía las preferencias de la dirección se ven reforzados por los efectos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas con respecto a la acumulación de capital.

Los efectos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre las tasas de utilización de la capacidad y de beneficios de equilibrio a corto plazo podrían ser negativos, lo que daría lugar al caso «normal» a corto plazo y al régimen «contractivo». Por otro lado, dichos efectos también podrían ser positivos y compensar holgadamente el efecto negativo del aumento del poder del accionista vía los *animal spirits* de la dirección, en cuyo caso obtendríamos el caso «intermedio» y el régimen de «beneficios sin inversión».

A medio plazo con un margen creciente y un ratio financiación externa/capital determinado endógenamente, un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas reduciría el ratio financiación externa/capital de equilibrio, siempre y cuando los *animal spirits* sean débiles y el efecto de los beneficios unitarios sobre la inversión no sea demasiado fuerte. Un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas elevaría la tasa de acumulación de capital de equilibrio a

¹² Diversos análisis empíricos para Estados Unidos (Van Treeck/Hein/Dünhaupt, 2007; Van Treeck, 2008b) y estimaciones realizadas por Van Treeck (2008a) sugieren que Estados Unidos ha estado dominado por un régimen de «beneficios sin inversión» desde principios de los años ochenta.

medio plazo, esto es, la «tasa garantizada». El efecto depresor del aumento del poder del accionista sobre los *animal spirits* reforzaría el efecto negativo del aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre el ratio financiación externa/capital.

En el equilibrio inestable a medio plazo, los valores de equilibrio del ratio financiación externa/capital y de la tasa de acumulación de capital en los regímenes de «beneficios sin inversión» y «contractivo» sólo se conseguirán por casualidad. Si por casualidad la economía se encontrara en dicho equilibrio, los efectos del aumento del poder del accionista —vía disminución de los *animal spirits* y aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas— reducirían probablemente el equilibrio del ratio financiación externa/capital y aumentarían seguramente la tasa «garantizada» de acumulación de capital. El valor del ratio financiación externa/capital excedería el nuevo valor de equilibrio, mientras que la tasa de acumulación de capital no alcanzaría la nueva «tasa garantizada». De esta forma, nos encontraríamos ante un proceso de desequilibrio con aumentos en los ratios de financiación externa/capital y disminuciones en las tasas de acumulación de capital que se refuerzan

mutuamente. El equilibrio a medio plazo muestra, por tanto, las propiedades del «filo de la navaja», y el proceso de desequilibrio, por su parte, presenta la «paradoja de la financiación externa».

Por supuesto, esto no significa que las economías con un régimen de «beneficios sin inversión» o «contractivo» sean acumulativamente inestables, ya que pueden existir otras fuerzas en el funcionamiento de la economía (en particular políticas monetarias y fiscales) que contribuyan a reducir esta inestabilidad. No obstante, basándonos en los resultados de nuestro modelo simple, podríamos defender que en los regímenes «contractivo» y de «beneficios sin inversión» existe una considerable y sistémica inestabilidad potencial a medio plazo en lo que se refiere a la estructura financiera de la economía y a la acumulación de capital. Por ello, si se produce un aumento del poder del accionista puede aparecer, si se dan ciertas circunstancias, un régimen de «beneficios sin inversión», tal como se observó en Estados Unidos a principios de los años ochenta. A medio y largo plazo, no obstante, la estructura financiera de este régimen y la tasa de acumulación de capital resultará frágil e inestable.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BHADURI, A., LASKI, K. y RIESE, M. (2006): «A model of interaction between the virtual and the real economy», *Metroeconomica*, 57: 412-427.
- 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.
- BOYER, R. (2000): «Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis», *Economy and Society*, 29: 111-145.
- CORDONNIER, L. (2006): «Le profit sans l'accumulation: la recette du capitalisme dominé par la finance», *Innovations. Cahiers d'Economie de l'Innovation*, 23: 51-72.
- CROTTY, J. (1990): «Owner-management conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky», *Journal of Post Keynesian Economics*, 12: 519-542.
- DUMENIL, G. y LEVY, D. (2005): «Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis», in EPSTEIN,

- G.A. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- DUTT, A.K. (1995): «Internal finance and monopoly power in capitalist economies: a reformulation of Steindl's growth model», *Metroeconomica*, 46: 16-34.
- 2005: «Conspicuous consumption, consumer debt and economic growth», in SETTERFIELD, M. (ed.), *Interactions in Analytical Political Economy. Theory, Policy and Applications*, M.E. Sharpe, Armonk, New York.
- 2006: «Maturity, stagnation and consumer debt: a Steindlian approach», *Metroeconomica*, 57: 339-364.
- EPSTEIN, G.A. (ed.) (2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- EPSTEIN, G.A. y JAYADEV, A. (2005): «The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, central bank policy and labor solidarity», in EPSTEIN, G.A. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- EPSTEIN, G.A. y POWER, D. (2003): «Rentier incomes and financial crises: an empirical examination of trends and cycles in some OECD countries», Working Paper Series No. 57, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.
- GODLEY, W. y LAVOIE, M. (2007): *Monetary Economics. An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- HARROD, R.F. (1939): «An essay in dynamic theory», *The Economic Journal*, 49: 14-33.
- HEIN, E. (2008a): *Money, Distribution Conflict and Capital Accumulation. Contributions to 'Monetary Analysis'*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- 2008b: «Shareholder value orientation, distribution and growth – short- and medium-run effects in a Kaleckian model», revised version, manuscript.
- HEIN, E. y VAN TREECK, T. (2008): «Financialisation' in Post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review», IMK Working Paper 10/2008, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, Duesseldorf.
- KALECKI, M. (1937): «The principle of increasing risk», *Economica*, 4: 440-447.
- 1954: *Theory of Economic Dynamics*, George Allen and Unwin, London.
- LAVOIE, M. (1995): «Interest rates in post-Keynesian models of growth and distribution», *Metroeconomica*, 46: 146-177.
- 2008: «Financialisation issues in a Post-Keynesian stock-flow consistent model», *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies*, 5: 331-356.
- LAZONICK, W. y O'SULLIVAN, M. (2000): «Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance», *Economy and Society*, 29: 13-35.
- MEDLEN, C. (2003): «The trouble with Q», *Journal of Post Keynesian Economics*, 25, 693-698.
- ORHANGAZI, Ö. (2008): «Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003», *Cambridge Journal of Economics*, 32: 863-886.
- PALLEY, T. (1994): «Debt, aggregate demand, and the business cycle: an analysis in the spirit of Kaldor and Minsky», *Journal of Post Keynesian Economics*, 16: 371-390.
- SKOTT, P. y RYOO, S. (2008a): «Macroeconomic implications of financialization», *Cambridge Journal of Economics*, 32: 827-862.
- 2008b: «Financialization in Kaleckian economics with and without labor constraints», *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies*, 5: 357-386.
- STEINDL, J. (1976): *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, 2nd edition, Monthly Review Press, New York, London.
- STOCKHAMMER, E. (2004): «Financialisation and the slowdown of accumulation», *Cambridge Journal of Economics*, 28: 719-741.
- 2005-6: «Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle», *Journal of Post Keynesian Economics*, 28: 193-215.
- TAYLOR, L. (2004): *Reconstructing Macroeconomics. Structuralists Proposals and Critiques of the Mainstream*, Harvard University Press, Cambridge/Mass., London.
- VAN TREECK, T. (2008a): «Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach», *Metroeconomica*, 59: 371-404.
- 2008b: «The political economy debate on 'financialisation' – a macroeconomic perspective», *Review of International Political Economy*, forthcoming.
- 2009: «A synthetic stock-flow consistent macroeconomic model of financialisation», *Cambridge Journal of Economics*, forthcoming.
- VAN TREECK, T., HEIN, E. y DÜNHaupt, P. (2007): «Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: neuere Tendenzen in den USA und in Deutschland», IMK Studies 5/2007, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, Duesseldorf.