

FUNDAMENTOS INSTITUCIONALES DEL CRECIMIENTO DIRIGIDO POR LA
DEMANDA: UNA NUEVA AGENDA DE INVESTIGACIÓN

*INSTITUTIONAL FOUNDATIONS OF DEMAND-LED GROWTH: A NEW
RESEARCH AGENDA*

Luis Cárdenas

Universidad Complutense de Madrid
Instituto Complutense de Estudios Internacionales, ICEI
luiscard@ucm.es

Daniel Herrero

Universidad Complutense de Madrid
Instituto Complutense de Estudios Internacionales, ICEI
d.herrero@ucm.es

Adrián Rial

Universidad Complutense de Madrid
Instituto Complutense de Estudios Internacionales, ICEI
arial@ucm.es

Recibido: octubre 2020; aceptado: diciembre 2020

RESUMEN

Este trabajo presenta una introducción a la teoría de los modelos de crecimiento dirigidos por la demanda dentro del campo de la economía política comparada (EPC). Primero, se ofrece un esquema analítico con las características fundamentales de esta nueva agenda de investigación planteada por Baccaro y Pontusson (2016), como son la tipología de modelos y las variables principales que los determinan. En segundo lugar, se profundiza en la relación existente con los regímenes de demanda (wage-led/profit-led) y se propone un enfoque basado en el comportamiento de la inversión como determinante de los modelos de crecimiento. Finalmente, se aplica empíricamente este enfoque a cinco economías europeas del periodo 1995-2018. La principal conclusión es que la agenda de investigación de los modelos de crecimiento tiene el potencial para renovar tanto los estudios de EPC como los de regímenes de demanda, así como aportar una interpretación más profunda de la evolución reciente de las economías europeas.

Palabras clave: economía política comparada, variedades de capitalismo, modelos de crecimiento, Europa.

ABSTRACT

This paper presents an introduction to the theory of demand-driven growth models within the field of Comparative Political Economy. First, it offers an analytical scheme with the fundamental characteristics of this new research agenda proposed by Baccaro and Pontusson (2016), such as the typology of models and the main variables that determine them. Secondly, we analyze the existing relationship with demand regimes (wage-led/profit-led) and we propose an approach based on investment behavior as a determinant of growth models. Finally, we apply empirically this approach to five European economies in the period 1995-2018. The main conclusion is that the research agenda of growth models has the potential to renew both Comparative Political Economy and demand regime studies, as well as to provide a deeper interpretation of the recent evolution of European economies.

Key Words: Comparative political economy, varieties of capitalism, growth models, Europe.

JEL classification/clasificación JEL: E11, E25, P16.

1. INTRODUCCIÓN

La economía política comparada (EPC) se centra, a grandes rasgos, en el análisis de los vínculos entre instituciones nacionales y desempeño económico. Aunque dentro de esta disciplina existen varias escuelas, todas ellas comparten la idea de que en el contexto de la economía mundial y, particularmente, en el de las economías avanzadas es posible identificar distintos tipos de capitalismo.

Desde los años ochenta en adelante, la EPC ha estado dominada por un enfoque de oferta, es decir, la mayor parte de las escuelas han analizado las bases institucionales del crecimiento liderado por la producción, dejando de lado a las variables de demanda (ej. Goldthorpe, 1984; Streeck, 1997; Hall y Soskice, 2001). No obstante, la demanda sí había sido una parte importante del análisis antes de los años 80 (véase los regulacionistas franceses como Aglietta (1979)). De acuerdo con Baccaro y Howell (2018), este cambio en la agenda de investigación se relaciona con la crisis de estanflación de la década de los 70, que puso en cuestión que el objetivo de pleno empleo pudiera ser alcanzado con políticas de estímulo keynesianas.

Lejos de aceptar el argumento de la necesidad de desregular el mercado para impulsar el crecimiento y reducir el desempleo, la EPC ha subrayado que en economías donde las instituciones sociales afectan decisivamente a la toma de decisiones económicas de los agentes (ej. la existencia de actores sociales con capacidad de influencia) también se observa un desempeño económico muy positivo (Streeck, 1997). En este sentido, la idea de complementariedad institucional es una parte central de cualquier argumento en EPC: lo que realmente impulsa el desempeño económico es la existencia de mecanismos de coordinación coherentes entre las distintas instituciones de la economía. De hecho, la corriente dominante dentro de la EPC, las variedades de capitalismo (VdC) (Hall y Soskice, 2001), distingue dos grandes formas de complementariedad: la de las “economías coordinadas”, basada en las interacciones estratégicas entre actores colectivos al margen del mercado, y la de las “economías liberales”, fundamentada en los precios relativos y en los contratos entre actores individuales. Posteriormente se añadió un caso intermedio denominado “economías mixtas”.

Por otra parte, la economía neokaleckiana ha reivindicado tradicionalmente la importancia de la demanda y de la distribución de la renta para estudiar el crecimiento económico (Bhaduri y Marglin, 1990; Hein, 2014; Lavoie, 2015).

Además, tras el fracaso de las políticas desreguladoras que condujeron a la crisis del 2008 y de la gestión de la propia crisis, en donde predominó la idea de la austeridad expansiva, los modelos neokaleckianos ganaron relevancia en un debate académico dominado por el nuevo consenso macroeconómico (principalmente de oferta).

El reciente trabajo de Baccaro y Pontuson (2016) ha propuesto una síntesis de la macroeconomía kaleckiana con la EPC, inaugurando así una nueva agenda de investigación conocida como “Modelos de crecimiento posfordistas” (Post-fordist growth models, en adelante MC), centrada en el análisis de las bases institucionales del crecimiento dirigido por la demanda. Desde entonces, autores provenientes de ambas corrientes han participado en esta agenda, arrojando importantes contribuciones (ej. Baccaro y Benassi, 2017; Baccaro y Howell, 2017; Hall, 2017; Behringer y van Treeck, 2019; Hein et al, 2020; Kohler y Stockhammer, 2020).

Este artículo busca ordenar las principales aportaciones de esta nueva agenda de investigación, acercándola así al lector hispanohablante, así como esbozar algunas críticas importantes al trabajo original de Baccaro y Pontuson. Para realizar dichas críticas, nos basamos en el análisis comparado de cinco economías nacionales: Alemania, Suecia, Italia, Reino Unido y España.

El trabajo se estructura en cuatro epígrafes adicionales que siguen a esta introducción. El epígrafe 2 aborda las características fundamentales de esta nueva agenda de investigación. En el epígrafe 3 se indaga en la relación existente entre regímenes de demanda y modelos de crecimiento. En el epígrafe 4 se ilustra empíricamente la crítica al trabajo de Baccaro y Pontuson. Finalmente, el epígrafe 5 recoge las conclusiones.

2. MODELOS DE CRECIMIENTO: UNA NUEVA AGENDA DE INVESTIGACIÓN

La principal contribución de Baccaro y Pontuson (2016) (en adelante ByP) al proponer el marco analítico de los MC fue incorporar a la EPC un enfoque macroeconómico de crecimiento dirigido por la demanda, que ha supuesto la apertura de toda una agenda de investigación. Sus dos grandes novedades son, por un lado, la superación de las tesis de VdC (Hall y Soskice, 2001), que ha sido el paradigma dominante de la EPC durante los últimos 20 años, y la combinación del análisis institucional con el modelo neokaleckiano, que vincula el conflicto distributivo con el crecimiento económico (Bhaduri y Marglin, 1990).

ByP ahondan en algunas de las críticas realizadas con anterioridad por parte de ciertas posiciones de EPC al paradigma de VdC. Una de las proposiciones centrales de esta escuela es que, a pesar de factores como la globalización y el cambio tecnológico, el marco institucional de las economías (formado por la regulación financiera, las relaciones laborales, las relaciones interempresariales y el sistema educativo) es muy estable en el tiempo. La razón es que los actores económicos no tienen incentivos racionales

para transformar estas instituciones, ya que garantizan mecanismos de coordinación que les dotan de ventajas comparativas a la hora de desempeñar determinadas actividades.

Esta proposición ha demostrado poca capacidad de explicar la evolución de algunas economías avanzadas y, particularmente, las trayectorias de cambio institucional de las economías coordinadas de mercado (ECM), como Alemania o Suecia. Además, conduce al corolario de que en estas últimas los principales interesados en conservar un mercado financiero regulado o una negociación colectiva centralizada serían, respectivamente, el sector financiero y el empresarial, principalmente el vinculado a la industria manufacturera (Thelen, 2001; Hall y Gingerich, 2009).

A su vez, VdC predice de forma más o menos explícita que las instituciones de las ECM son garantes de bajos niveles de desigualdad (sobre todo salarial), gracias a la elevada coordinación, cobertura de la negociación colectiva y afiliación sindical. Estas instituciones han promovido, por un lado, moderación del crecimiento salarial, debido al liderazgo de sindicatos de las industrias exportadoras en la negociación, interesados en la estabilidad de precios (Soskice, 1990); y, por otro, baja dispersión en los ingresos, gracias a la elevada cobertura de los convenios, la densidad sindical y las políticas redistributivas, en conjunción con unos mercados de capitales poco desarrollados (Streeck, 1997).

Sin embargo, lo ocurrido desde los años noventa, desmiente estas afirmaciones, ya que es en países como Alemania donde se han dado procesos más abruptos de liberalización del mercado financiero y erosión del marco de relaciones laborales, siendo precisamente los sectores financiero y corporativo los grandes impulsores de ambos procesos (Streeck, 2009; Baccaro y Howell, 2017). Además, la EPC, en general, y VdC, en particular, han abrazado un enfoque de oferta, dejando de lado el análisis de las interacciones entre instituciones nacionales, comportamiento de la demanda y distribución de la renta.

En respuesta a estos planteamientos, y partiendo de la noción de régimen de acumulación fordista (Aglietta, 1979; Boyer, 2000), el marco analítico de los MC pretende centrarse en el estudio de estas interacciones para el estudio comparado de las economías avanzadas. El argumento es el siguiente: el conjunto de acuerdos institucionales característicos de la etapa fordista, tales como la existencia de sindicatos fuertes, la negociación salarial centralizada o la participación de la fuerza de trabajo en el gobierno corporativo, garantizaban un ritmo de crecimiento de los salarios igual o superior al de la productividad y una reducida desigualdad. La quiebra generalizada de estas instituciones ha conducido a la caída de la cuota salarial y al aumento de la desigualdad en la mayoría de las economías avanzadas, diluyendo las diferencias previamente existentes entre ellas (es decir, difuminando las variedades de capitalismo), y conduciéndolas a encontrar una vía alternativa al crecimiento dirigido por los salarios y basado en la demanda de consumo.

A partir de entonces han aparecido diversos MC que vienen definidos por cuatro factores: (1) la importancia relativa del consumo y las exportaciones netas en la demanda agregada, (2) la forma en la que se financia el consumo (vía salarios o deuda), (3) la existencia o no de un trade-off entre el crecimiento del consumo y de las exportaciones (que depende de la elasticidad-precio de estas últimas) y (4) la estructura de la desigualdad (diferenciando si esta se ha incrementado más en la parte alta de la distribución o en la baja).

Así, mediante el análisis de cuatro economías europeas durante el período 1994-2007, ByP definen dos grandes tipos de MC: el modelo dirigido por las exportaciones (export-led), representado por Alemania, y el modelo dirigido por el consumo basado en la deuda (consumption-led), del que Reino Unido (RU) es el principal exponente. Suecia es un híbrido de ambos, al no haber un trade-off entre exportaciones y consumo, debido a su especialización productiva en industrias de baja elasticidad-precio. El último país, Italia, es un caso fallido, que no ha encontrado ninguna respuesta al efecto negativo de la caída de los salarios sobre la demanda. La Tabla 1 resume de los cuatro modelos.

El marco analítico de ByP rápidamente recibió críticas. Por ejemplo, Hope y Soskice (2016) plantean que los dos MC identificados por ByP se

TABLA 1. MODELOS DE CRECIMIENTO POSFORDISTAS

País	Motor del crecimiento	Principal financiador del consumo	Trade-off consumo-exportaciones	Estructura de la desigualdad
Alemania Δ PIB: 1,7%	Exportaciones	Salarios	Sí. Especialización productiva en manufactura con elevada elasticidad-precio	Incrementa particularmente en el límite inferior de la distribución (p50-p10). Fuerte dualidad laboral por la creación de un amplio sector de bajos salarios frente a un sector protegido, empleado fundamentalmente en la manufactura.
Suecia Δ PIB: 3,3%	Consumo y exportaciones	Salarios y endeudamiento de los hogares	No. Especialización en manufactura TIC y servicios avanzados, ambos de baja elasticidad-precio.	Incremento reducido, pero más acentuado en el límite superior de la distribución (p90-p50), por la expansión del sector de servicios avanzados, que se encuentra al margen de la negociación colectiva.
Reino Unido Δ PIB: 3,3%	Consumo	Salarios y endeudamiento de los hogares	No. Relevancia de los servicios financieros en la estructura económica.	Alta desigualdad en el límite superior (p90-p50), por la existencia de un sector financiero en el que el crecimiento salarial se dispara.
Italia Δ PIB: 1,6%	Ninguno. Modelo fallido.	Ninguno	Sí. Especialización productiva en manufactura de bajo valor añadido y alta elasticidad-precio.	La desigualdad no aumenta (ni la p50-p10, ni la p90-p50), debido a que el crecimiento económico está estancado (no por la resistencia de las instituciones fordistas).

Fuente: elaboración propia a partir de ByP.

corresponden con las categorías tradicionales de VdC. Las economías liberales de mercado (ELM), como RU o EEUU, habrían desarrollado un modelo de crecimiento basado en el consumo y la deuda. Por otro lado, las ECM se caracterizan por seguir un crecimiento liderado por las exportaciones. Su éxito exportador se vincula, además, con las instituciones señaladas por VdC, entre las que destacan los fuertes nexos entre compañías para realizar I+D, los vínculos entre el sistema educativo y el corporativo y el sistema coordinado de fijación salarial. Además, recuerdan que las diferencias entre las economías nórdicas (más igualitarias, con alta afiliación sindical y sistemas consolidados de protección social) y las continentales ya fueron señaladas por los autores de VdC.

Asimismo, centrándonos en el periodo 1994-2007, se da la paradoja de que es en aquellas economías donde más débil es la presencia de instituciones fordistas donde menor deterioro ha sufrido la cuota salarial (definida como la participación de las rentas del trabajo en el PIB a coste de los factores): -1,4 puntos porcentuales en EEUU, +5,5pp en RU. En este sentido, Behringer y van Treeck (2018, 2019) también destacan que el modelo export-led se ve favorecido en las ECM, mientras que el debt-led se desarrolla en ELM. Estos autores han realizado una importante aportación sobre cómo se relacionan las VdC con la estructura de la distribución personal y funcional de la renta y los saldos por cuenta corriente.

En conclusión, aunque ByPhan abierto una fructífera agenda de investigación tanto para la EPC como para la macroeconomía neokaleckiana, su marco analítico permite la introducción de matices. Además de las dos aportaciones expuestas arriba, que destacan la vigencia de las VdC, presentamos en este artículo otra nueva, con el objetivo de contribuir a precisar el marco analítico de los MC: la relación entre régimen de demanda y modelo de crecimiento.

3. REGÍMENES DE DEMANDA Y MODELOS DE CRECIMIENTO

La primera cuestión que es necesario matizar es la distinción entre régimen de demanda agregada (RD) y MC, ya que ByP parecen considerar que ambos son equivalentes. Además de aclarar las diferencias existentes entre estos dos conceptos, en esta sección también proponemos que la inversión es un vínculo entre ambas categorías. Para ilustrar esta idea, en el epígrafe 4 se analizará la interacción del consumo y la inversión con las exportaciones netas en las principales economías europeas durante las últimas décadas.

3.1. LOS REGÍMENES DE DEMANDA EN EL PERÍODO FORDISTA

En primer lugar, dentro de la teoría neokaleckiana (Hein, 2014; Lavoie, 2015), el modelo más utilizado es el presentado por Bhaduri y Marglin (1990). En él la demanda agregada juega un papel central en el corto y en el largo plazo

(principio de demanda efectiva), siendo la demanda de inversión la pieza central de la teoría. A su vez, el determinante de la inversión es la rentabilidad esperada, considerando que las variables proxy de las expectativas empresariales son la actual cuota de los beneficios en la renta y el grado de utilización de la capacidad instalada. De esa forma, los beneficios suponen una fuente de ahorro y un incentivo para invertir, por lo que, si no son lo suficientemente altos para satisfacer esas expectativas de rentabilidad, la inversión se reduce y, con ello, se frena la acumulación de capital. A su vez, los salarios también tienen un carácter doble, siendo, por un lado, soporte de la demanda agregada, al tener las rentas del trabajo una mayor propensión al consumo, y, por otro, un coste para las empresas (entrando, por tanto, en conflicto con los beneficios).

Siguiendo este planteamiento, en función del efecto marginal que tenga un aumento de la cuota salarial, pueden existir dos tipos de RD distintos: wage-led y profit-led.

- En un RD dirigido por salarios (wage-led) el incremento de la cuota salarial tiene un efecto marginal positivo sobre el crecimiento económico. El aumento de los salarios reales supone un incremento del consumo (por su mayor propensión relativa), de la inversión (por el efecto acelerador) y de la producción (por el efecto multiplicador). Por tanto, un régimen guiado por los salarios se caracteriza por una propensión al consumo de las rentas del trabajo muy superior a las rentas del capital, una inversión poco sensible a los cambios en la rentabilidad y un efecto acelerador elevado. Además de por ser una economía, o bien con barreras al comercio internacional, o bien con baja elasticidad-precio de los bienes exportados y baja elasticidad-renta en los productos importados.
- En un RD guiado por los beneficios (profit-led) la reducción de la cuota salarial tiene un efecto marginal positivo sobre el crecimiento económico. Si el efecto de la rentabilidad es elevado, una reducción de la cuota salarial eleva la inversión porque se generan expectativas de crecimiento de los beneficios, impulsando, a su vez, la renta y la demanda agregada. Dicho efecto positivo es superior al impacto negativo de la caída de los salarios sobre la inversión y la producción real. Así, un RD profit-led tiene propensiones al consumo similares entre rentas del capital y el trabajo, alta sensibilidad de la inversión a la rentabilidad y un efecto acelerador reducido. Suelen ser economías muy abiertas con elevadas elasticidades en los precios de exportación y alta elasticidad-renta de los bienes de importación.

Escuelas pertenecientes a la tradición de investigación neokaleckiana (Cárdenas, 2019), como la Teoría de la Regulación (Agglietta, 1979) o las Estructuras Sociales de Acumulación (Weisskopf, Bowles y Gordon, 1983) han investigado acerca de los vínculos entre los RD y los factores institucionales. Retomando la explicación de ByP, sobre el período fordista en las economías occidentales, se observa que coincide con las realizadas por autores neokaleckianos, como Marglin (1990, pp. 2-3), quien resume los factores causantes del crecimiento durante este periodo en los siguientes elementos.

En primer lugar, el orden internacional proporcionó el contexto para el sistema de comercio y finanzas internacionales de Bretton Woods, que eliminaba gradualmente las restricciones a la circulación de mercancías, pero con un régimen cambiario de paridades fijas, y evitaba que se dieran procesos de rápida acumulación de déficits o superávits por cuenta corriente.

Segundo, el sistema de producción se caracterizó por el peso de la industria y la menor incidencia de la lógica financiera. En este sentido, se destaca la introducción de cambios en la organización del trabajo y de mecanismos de control y supervisión. Junto con la aplicación de estos principios tayloristas se produjeron una serie de innovaciones tecnológicas, avances científicos y nuevas industrias líderes que aprovecharon la ampliación de mercados, auspiciada tanto en el plano internacional por el orden existente como en el nacional por la generalización de políticas de demanda que fortalecieron el crecimiento industrial. Todo ello permitió un continuado aumento de la productividad laboral.

Tercero, complementando esos cambios productivos, eran centrales las reglas de coordinación, que son el conjunto de mecanismos para la obtención de la conducta requerida por parte de los agentes individuales. Estos acuerdos tuvieron un papel fundamental debido a que el carácter dual de los salarios lleva a un fallo de coordinación. Por una parte, la masa salarial, y por tanto gran parte de la demanda de consumo, depende de los salarios pagados por el conjunto de las empresas. En consecuencia, a cada empresa individual le interesa que el resto de empresas paguen mayores salarios para que la masa salarial sea lo más elevada posible (porque también lo será el consumo agregado y sus beneficios). Pero, a su vez, como los salarios suponen un coste, cada empresa individualmente desea pagar lo menos posible. De esta forma, cuando existen esas reglas de coordinación (basadas en la fortaleza sindical apuntada por ByP), en economías RD wage-led el incremento salarial lleva a una mayor inversión, producción y empleo. Para que ese aumento salarial no provoque tensiones inflacionarias es necesario que haya una ampliación de la capacidad productiva y una mejora de la eficiencia, para lo cual es necesaria una tasa elevada de reinversión de los beneficios que garantice la elasticidad de la oferta ante cambios en la renta y la demanda.

De esta manera, el posible freno que supondría el crecimiento del salario real a la inversión (por el menor margen de beneficio) y las exportaciones (por la apreciación del tipo de cambio real) se veía más que compensado por el estímulo a la demanda interna (Bowles y Boyer, 1990). Este círculo virtuoso reduce el desempleo (y su efecto disciplinario), lo que a su vez permite una mayor reivindicación salarial, reforzándose mutuamente la situación macroeconómica con las instituciones. En definitiva, tanto en la interpretación neokaleckiana como en la de ByP coinciden en que, durante el período fordista, hubo coherencia entre el efecto marginal positivo que tiene el aumento de la cuota salarial en las economías wage-led con las reglas de coordinación existentes. De ahí que no exista una diferencia fundamental entre el MC y el RD.

Sin embargo, estos autores señalan que, durante los últimos años 60 y primeros 70, el crecimiento continuado del empleo y los salarios contrajo en exceso la participación de los beneficios. Con la incorporación de nuevos elementos (el precio de la energía, la disminución del empuje de la demanda y la crisis del sistema financiero internacional), la demanda agregada moderó su crecimiento o se estancó, y con ella el nivel de empleo. Es en este contexto de estancamiento y/o creciente desempleo donde comienza el proceso de liberalización, entendido como el cambio institucional orientado a incrementar el poder discrecional de los empleadores (Baccaro y Howell, 2011), junto con la terciarización y desregulación de los mercados financieros y la globalización (Glyn, 2006). De acuerdo con esos procesos, las instituciones fordistas que habían sostenido el crecimiento (el orden internacional, la restricción financiera y las reglas de coordinación) se debilitan o desaparecen, lo que provoca una caída de la cuota salarial (Stockhammer, 2016).

3.2. EL PAPEL DE LOS MODELOS DE CRECIMIENTO POSFORDISTAS

Puesto que la mayoría de estudios empíricos sostienen que las economías europeas siguen siendo RD wage-led y la cuota salarial presenta una tendencia descendente tras el fin del fordismo (Lavoie y Stockhammer, 2012, Blecker, 2016; Hein, 2016; Stockhammer, 2017), surge una nueva pregunta de investigación: ¿cuáles son las nuevas fuentes del crecimiento de la demanda agregada?

La respuesta se encuentra en el efecto que han tenido factores exógenos a la distribución de la renta. La liberalización financiera internacional y la desaparición del orden monetario internacional de posguerra abrieron nuevas posibilidades para el estímulo de la demanda. Concretamente, la macroeconomía neokaleckiana ha señalado el endeudamiento y las exportaciones, como también apuntan ByP. Si se produce un fuerte apalancamiento asociado a la financiación exterior del déficit de exportaciones netas, se trata de un crecimiento de la demanda agregada del tipo debt-led (términos equivalentes a los utilizados por ByP¹). Si, por el contrario, se basa en un superávit de las exportaciones netas, se trata de un tipo export-led (Hein, 2014).

Hay que señalar que existe una diferencia conceptual entre las definiciones de los regímenes wage-led/profit-led, por una parte, y los MC debt-led/export-led. ByP dan a entender que los RD wage-led han sido sustituidos por los MC. Sin embargo, como se ha dicho, los RD se definen con respecto al efecto marginal sobre la demanda agregada que tiene un cambio en la cuota salarial. Por su parte, los MC debt-led y export-led se deben a factores exógenos y

¹ Como señalan Hein, et al (2019) o Stockhammer et al (2018), la interpretación de los MC de enfatizar el consumo (las exportaciones) como motor de crecimiento es coherente con la caracterización habitual de un modelo *debt-led*.

contingentes, y que generalmente implican una dinámica relativamente inestable.

En primer lugar, en los MC debt-led la relación entre la deuda del sector privado (hogares y empresas) y la demanda agregada es compleja, ya que el vínculo está mediado por el aumento de los precios de los activos y por los mecanismos de creación de crédito, especialmente en presencia de burbujas financieras, fundamentalmente inmobiliarias, y financiación exterior. En este MC el auge de la financiarización permite un consumo financiado por la deuda y basado en el efecto riqueza. Por un lado, la liberalización financiera implicó el auge en los mercados de capital y, en muchos casos, de los precios de la vivienda, generando un efecto riqueza que ha estimulado el consumo. Por otro lado, la desregulación, asociada a nuevos instrumentos financieros y a unas condiciones de financiación más laxas por parte de los bancos comerciales, ha hecho posible el aumento del crédito a los hogares y especialmente del hipotecario. Ambos elementos permiten que el consumo aumente a tasas similares a la demanda agregada, contribuyendo a su crecimiento, pero también que el saldo exterior se deteriore. Adicionalmente, se genera un mayor apalancamiento de hogares y empresas y, por lo tanto, una mayor fragilidad financiera. Así, en un MC debt-led se puede generar una crisis financiera y económica por la propia dinámica de apalancamiento.

Pariboni, Paternesi Meloni y Tridico (2020) encuentran evidencia sobre que los niveles excesivos de financiarización, junto con la gran desigualdad y la debilidad de las instituciones del mercado de trabajo, tienen un efecto negativo en el crecimiento real. Esto ayudaría a interpretar la evolución de los países que tienen un modelo de crecimiento debt-led y encaran una fase de lento crecimiento tras la salida de la crisis económica iniciada en 2008.

En segundo lugar, en los MC export-led el crecimiento basado en un continuo aumento del superávit comercial requiere un estímulo a la exportación o una restricción de la demanda doméstica cada vez más fuerte, lo cual acentúa la dependencia de los mercados exteriores y puede conducir a una fragilidad productiva en el largo plazo. Esto se debe a que en realidad la principal fuente de los superávits externos es la debilidad de la demanda interna, asociada al bajo crecimiento de los costes laborales unitarios nominales y una baja inflación. Sin embargo, algunos autores sostienen que este MC en economías wage-led es contraproducente, ya que ralentiza el crecimiento (Hein, 2014). Asimismo, estos MC solo pueden existir en la medida que otros países absorben su superávit externo, por lo que en realidad son la otra cara de la moneda de los MC debt-led (Barredo, 2019).

Guschanski y Stockhammer (2020) analizan los determinantes del saldo exterior incluyendo también una perspectiva de demanda efectiva. Así, señalan que los costes laborales unitarios (CLU) repercuten en la cuenta corriente a través del tipo de cambio real y la distribución de la renta, mientras que las entradas financieras hacen subir los precios de los activos, lo que conduce a una apreciación y al aumento de la demanda interna. Sus resultados indican

que los canales financieros impulsaron la divergencia de la cuenta corriente entre los países de la OCDE, mientras que los CLU fueron menos importantes.

En definitiva, una economía puede tener un RD wage-led/profit-led y atravesar por MC del tipo debt-led/export-led. En este sentido, es ilustrativo el trabajo de Stockhammer y Wildauer (2015). Estos autores encuentran que para los países de la OCDE los factores exógenos, y en concreto los vinculados a los activos financieros e inmobiliarios, tuvieron un efecto marginal sobre la demanda agregada durante el período 1997-2007 de un 9.4%, gracias a los efectos riqueza y cascada del consumo, mientras que la reducción salarial reflejada en la caída de la cuota salarial en economías wage-led contrajo el PIB un -0.31%. Por tanto, el MC es capaz de compensar el efecto depresivo que tuvo la liberalización sobre el RD.

A la hora de identificar los MC se han seguido varias estrategias. Mientras que ByP optan por analizar las tasas de crecimiento de los componentes de la demanda agregada y se centran en el trade-off entre consumo y exportaciones netas, Hein et al (2020) prefieren analizar las contribuciones al crecimiento económico y Behringer y van Treeck (2019) los saldos sectoriales de la economía.

Hassel, Palier y Avlijaš (2020) desarrollan también un marco analítico que interrelaciona el crecimiento económico y los sistemas de bienestar para analizar las diferentes estrategias de crecimiento en las economías capitalistas avanzadas contemporáneas, que incluyen aspectos como la política de empleo, la política de vivienda, las pensiones, los salarios mínimos y la educación. Esos autores presentan una clasificación de cinco tipos de modelos de crecimiento y cinco tipos de estrategias de reforma del estado de bienestar.

Una alternativa a estas metodologías es identificar un modelo como debt-led o export-led en función de si se deteriora o no el saldo exterior como consecuencia del peso que tiene el consumo privado y la inversión, ya que muestra simultáneamente la dinámica y la estructura de la demanda agregada. La necesidad de incluir la inversión (variable extrañamente olvidada por ByP) reside en el hecho de que es un vínculo fundamental entre los MC y RD, presentando las siguientes características:

- Determina la capacidad productiva, conectando el pasado con el futuro mediante el stock de capital, e influirá en los bienes y servicios que se podrán producir en las economías nacionales al determinar la evolución del progreso tecnológico y la introducción de las innovaciones productivas, logísticas y comerciales.
- Conecta la economía real con el sistema financiero y monetario, ya que es el principal transmisor de las variables monetarias a las variables reales a través de los mecanismos de financiación, como el volumen crediticio, la masa monetaria, los tipos de interés y de cambio o los precios de los activos.
- Conecta el sector exterior con el doméstico. En el sector exterior establece la posición acreedora/deudora en la cuenta de capital y afecta al saldo comercial mediante la importación de bienes equipo. Los movimientos de los flujos de capital tienen gran importancia para

las fluctuaciones económicas, jugando un rol tanto como de estímulo como de inestabilidad.

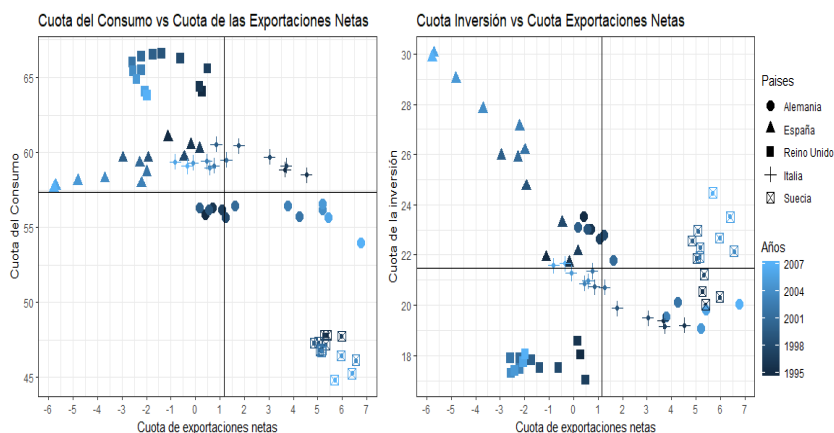
De esta forma el peso de la inversión sobre el PIB es determinante para el MC: en la medida que sea inferior (superior) al ahorro doméstico se generará un superávit (déficit) exterior, como en los MC export-led (debt-led). Por otro lado, también afecta a las decisiones de inversión (por el riesgo creciente), el efecto multiplicador (por las propensiones al consumo) y condiciona los efectos marginales del cambio distributivo que determinan el RD.

4. LOS MODELOS DE CRECIMIENTO DE CINCO ECONOMÍAS EUROPEAS: UNA APROXIMACIÓN EMPÍRICA

Con objeto de ilustrar este enfoque, a continuación, se analizan cinco economías: las cuatro consideradas en ByP (Alemania, Italia, Reino Unido y Suecia) junto con el caso de España. Esta última economía es incluida en el presente estudio porque constituye un caso paradigmático de una EMM donde se ha producido un proceso de endeudamiento significativo (en el contexto de la burbuja inmobiliaria). Asimismo, consideramos tanto el período analizado por ByP, 1995-2007, como el período posterior a la irrupción de la crisis, 2008-2018, con el fin de comprobar si existe estabilidad en los MC a lo largo del tiempo.

Durante el período 1995-2007 (Gráfico 1), la evolución del esfuerzo inversor (medido como el peso de la formación bruta de capital sobre el

GRÁFICO 1. CONSUMO E INVERSIÓN RESPECTO A LAS EXPORTACIONES NETAS (1995-2007)



Fuente: elaboración propia a partir de OECD.stats.

PIB) se revela como el principal elemento explicativo de la variación en las exportaciones netas en tres de las cinco economías: España, Italia y Alemania.

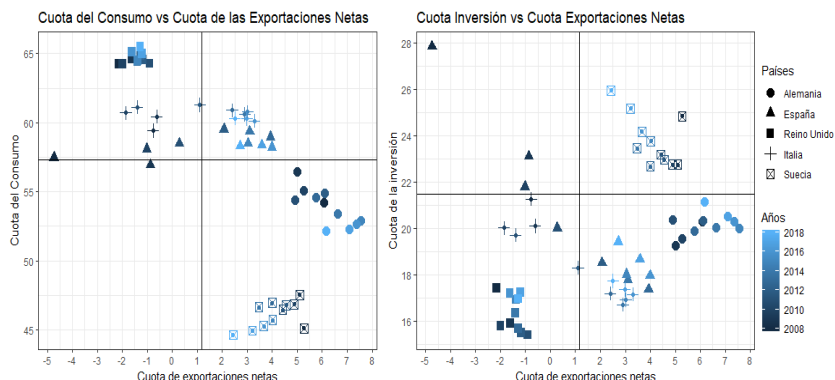
Frente a la relativa estabilidad de la cuota del consumo, en estas tres economías existe una relación lineal negativa entre la tasa de inversión y las exportaciones netas, si bien el análisis de la evolución de estas variables a lo largo de esta fase expansiva permite discernir los casos español e italiano del caso alemán. Por un lado, en la economía española y en la italiana el proceso de crecimiento requiere de un incremento del esfuerzo inversor que conduce a un deterioro progresivo del saldo comercial. De acuerdo con este hecho, el mejor desempeño relativo de España frente a Italia en términos de crecimiento de la producción se explicaría por los mayores incrementos que esta economía presenta en su tasa de inversión. Por otro lado, en la economía alemana el proceso de crecimiento es auspiciado por una mejora del saldo comercial que se encuentra en parte impulsada por la caída del esfuerzo inversor. Este hecho sería coherente con las afirmaciones habituales sobre el MC export-led alemán (Luque y Palazuelos, 2015; Garzón y Fernández, 2016), en el que la contención salarial deprime el consumo, la inversión y la importación, mientras la producción se reorienta hacia el mercado externo, impulsando las exportaciones netas.

En las dos economías restantes (Suecia y el Reino Unido) no existe una relación lineal entre el esfuerzo inversor y el saldo comercial. En lo que respecta a Suecia, el proceso de crecimiento es impulsado por el incremento de la tasa de inversión, que contrasta con la relativa estabilidad en la evolución de la cuota del consumo. Al contrario que en España, Italia o Alemania, en Suecia no se detecta un trade-off entre la evolución del esfuerzo inversor y la de las exportaciones netas. En esta economía el saldo comercial se mantiene en niveles superavitarios relativamente constantes pese al despegue de la tasa de inversión a lo largo de la fase expansiva. Por su parte, en el Reino Unido el proceso de crecimiento se caracteriza por requerir un esfuerzo inversor reducido que apenas varía a lo largo de la fase expansiva y un cierto deterioro del saldo comercial.

Durante el período 2008-2018 (Gráfico 2), vuelven a ser tres las economías que exhiben una relación lineal negativa entre el esfuerzo inversor y el saldo comercial: España, Italia y Suecia. En el caso de España e Italia, el fuerte ajuste en la tasa de inversión que tiene lugar tras la irrupción de la crisis conduce a la mejora de las exportaciones netas, que alcanzan incluso valores superavitarios. La superación definitiva de la crisis tras el año 2014 vuelve a impulsar el esfuerzo inversor y a deteriorar, con ello, el saldo comercial. Por lo que respecta a Suecia, si bien decíamos que en el primer periodo no parecía existir relación entre las dos variables, en este segundo periodo el incremento de la tasa de inversión sí conduce a una reducción de las exportaciones netas. Aunque el incremento del esfuerzo inversor parece deteriorar el saldo comercial en una magnitud asimilable a los casos de España o Italia, Suecia es capaz de mantener un superávit comercial con tasas de inversión notablemente más elevadas que en estas dos economías. En las dos economías restantes (Alemania y el Reino

Unido) no apreciamos una relación lineal significativa entre la tasa de inversión y el saldo comercial en el período 2008-2018.

GRÁFICO 2. CONSUMO E INVERSIÓN RESPECTO A LAS EXPORTACIONES NETAS (2008-2018)



Fuente: elaboración propia a partir de OECD.stats.

A la luz de los resultados obtenidos para ambos periodos, podemos discernir cuatro tipos de MC y un modelo fallido. El primero de ellos es el MC de la economía española, que se caracteriza por requerir el deterioro de sus exportaciones netas para crecer a través del incremento de su esfuerzo inversor, constituyendo así un MC debt-led. El segundo es el MC de la economía sueca, un modelo equilibrado en el que se compatibiliza el incremento de la tasa de inversión con la contribución positiva de las exportaciones netas. El tercero es el MC export-led de la economía alemana, en el que el proceso de crecimiento depende de la expansión de las exportaciones netas. El cuarto es el MC debt-led del Reino Unido, que se sostiene en el estímulo adicional que el incremento de la deuda le proporciona a la demanda interna, conduciendo a la economía a un proceso de crecimiento que arroja déficits comerciales. Finalmente, la economía italiana se puede considerar un modelo fallido, en el sentido de que el crecimiento económico durante las últimas décadas ha estado muy próximo a cero (en el entorno del 0.5% en promedio).

De acuerdo con estos resultados y contrariamente a lo que defienden ByP, el marco analítico de VdC parece ofrecer herramientas útiles para comprender las similitudes y diferencias existentes entre los diferentes MC. Así, las EMM (España e Italia) se caracterizan por requerir el deterioro de sus exportaciones netas para crecer a través del incremento de su esfuerzo inversor. De esta manera, la articulación de un MC exitoso en una EMM depende de la presencia de unas condiciones financieras necesarias para estimular el esfuerzo inversor más allá de lo que permitiría el ahorro interno. En lo que respecta a las ECM (Alemania y Suecia), estas comparten el hecho característico de exhibir un

superávit comercial a lo largo de su fase expansiva. Con todo, la contribución de las exportaciones netas se compatibiliza en Suecia con altas tasas de inversión, mientras que en Alemania el esfuerzo inversor es relativamente bajo. Finalmente, el caso paradigmático de ELM (el Reino Unido) considerado en este trabajo comparte con las EMM el papel esencial de la deuda para estimular un crecimiento que arroja de manera regular déficits comerciales. No obstante, a diferencia de las EMM, en el MC británico la inversión despliega un papel menos activo.

5. CONCLUSIONES

En este estudio hemos tratado de ordenar las principales contribuciones de los MC, entendidos como una nueva agenda de investigación centrada en el análisis de las bases institucionales del crecimiento dirigido por la demanda, que fusiona la macroeconomía neokaleckiana con la EPC. A su vez, hemos esbozado las críticas planteadas al trabajo original de ByP y una interpretación basada en el rol central de la inversión.

Como hemos visto, se está produciendo un cambio de paradigma en la ECP desde enfoques esencialmente centrados en la oferta hacia teorías de demanda. En este sentido, ByP proponen dos grandes novedades, que son, por un lado, la superación de las tesis de VdC (Hall y Soskice, 2001), que ha sido el paradigma dominante de la EPC durante los últimos 20 años, y, por otro lado la combinación del análisis institucional con el modelo neokaleckiano, que vincula el conflicto distributivo con el crecimiento económico.

De acuerdo con ByP, la quiebra generalizada de las instituciones fordistas a partir de los ochenta ha conducido a la caída de la cuota salarial y el aumento de la desigualdad en la mayoría de las economías avanzadas, difuminando las diferencias previamente existentes entre ellas (lo que implicaría superar las variedades de capitalismo), y obligándolas a encontrar una vía alternativa al crecimiento basado en la demanda de consumo y dirigido por los salarios. A partir de entonces han aparecido dos grandes tipos de MC: el modelo dirigido por las exportaciones (export-led), representado por Alemania, y el modelo dirigido por el consumo basado en la deuda (consumption-led), del que Reino Unido (RU) es el principal exponente.

Pese a las virtudes de la propuesta de ByP, hemos apuntado que se le pueden formular tres críticas a su marco analítico. En primer lugar, las VdC continúan ofreciendo herramientas útiles para explicar los fundamentos institucionales del crecimiento. De hecho, los dos MC identificados por ByP se corresponden en gran medida con las categorías tradicionales de VdC. En segundo lugar, en el periodo 1994-2007 se da la paradoja de que es en aquellas economías que tienen una débil presencia de instituciones fordistas donde menor deterioro ha sufrido la cuota salarial. En tercer lugar, en el marco de ByP se considera de manera errónea como equivalentes los regímenes de demanda (wage-led versus profit-led) y los modelos de crecimiento (debt-

led versus export-led). Mientras que los RD se definen con respecto al efecto marginal sobre la demanda agregada que tiene un cambio en la cuota salarial, los MC debt-led y export-led se deben a factores exógenos y contingentes, y que generalmente implican una dinámica relativamente inestable.

Con el fin de incorporar estas críticas, hemos propuesto una interpretación centrada en la inversión (coherente con el marco necokaleckiano) y analizado descriptivamente la interacción del consumo y la inversión con las exportaciones netas en cinco economías europeas en los periodos 1995-2007 y 2008-2018. De esta forma, nuestro enfoque incorpora la diferencia entre RD y MC, supera el problema de la evolución de la cuota salarial (que requiere de un análisis más detallado) y muestra que la clasificación de VdC sigue siendo relevante.

En relación con este último punto, de acuerdo con nuestros resultados y contrariamente a lo que defienden ByP, el marco analítico de VdC parece ofrecer todavía algunas herramientas útiles para comprender las similitudes y diferencias existentes entre los diferentes MC. Así, las EMM (España e Italia) se caracterizan por requerir el deterioro de sus exportaciones netas para crecer a través del incremento de su esfuerzo inversor. De esta manera, la articulación de un MC exitoso en una EMM depende de la presencia de unas condiciones financieras necesarias para estimular el esfuerzo inversor más allá de lo que permitiría el ahorro interno, dando lugar a un MC debt-led. En lo que respecta a las ECM (Alemania y Suecia), estas comparten el hecho característico de exhibir un superávit comercial a lo largo de su fase expansiva. Con todo, la contribución de las exportaciones netas se compatibiliza en Suecia con altas tasas de inversión en un MC equilibrado, mientras que en Alemania el esfuerzo inversor es relativamente bajo, configurando un MC de tipo export-led. Finalmente, el caso paradigmático de ELM (el Reino Unido) considerado en este trabajo comparte con las EMM el papel esencial de la deuda (MC debt-led) para estimular un crecimiento que arroja de manera regular déficits comerciales. No obstante, a diferencia de las EMM, en el MC británico la inversión despliega un papel menos activo.

En conclusión, nuestra principal contribución es profundizar en la agenda de los MC y esbozar una interpretación de los mismos que permite incorporar algunas de las críticas que se realizaron al enfoque original y que puede ser ampliada en futuras líneas de investigación.

6. REFERENCIAS

- Aglietta, M. (2015). *A Theory of Capitalist Regulation: The US Experience*. Verso books [Original edition 1979].
- Baccaro, L. y Benassi, C. (2017). "Throwing Out the Ballast: Growth Models and the Liberalization of German Industrial Relations". *Socio-Economic Review*, 15 (1), 85–115.

- Baccaro, L., y Howell, C. (2018). *Trajectories of Neoliberal Transformation*. Cambridge University Press
- Baccaro, L., y Pontusson, J. (2016). "Rethinking Comparative Political Economy". *Politics & Society*, 44(2), 175–207.
- Barredo, J. (2019). "The Nature of Capitalist Money and the Financial Links Between Debt-Led and Export-led Growth Regimes". *New Political Economy*, 24(4), 565-586.
- Behringer, J., y van Treeck, T. (2019). "Income Distribution and Growth Models: A Sectoral Balances Approach". *Politics & Society*, 47 (3), 303-332.
- Bhaduri, A., y Marglin, S. (1990). "Unemployment and the Real Wage: The Economic Basis for Contesting Political Ideologies". *Cambridge Journal of Economics*, 14(4), 375–393.
- Blecker, R. A. (2016). "Wage-led Versus Profit-led Demand Regimes: The Long and the Short of It". *Review of Keynesian Economics*, 4(4), 373-390.
- Boyer, R. (2000). "Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis". *Economy and Society*, 29(1), 111-145.
- Cárdenas, L. (2019). "La macroeconomía kaleckiana: ¿una tradición de investigación?". *Iberian Journal of the History of Economic Thought*, 6(1), 1-16.
- Garzón, E., y Fernández, R. (2016). "Costes laborales unitarios en el éxito de las exportaciones alemanas (1999-2007)". *Revista de Economía Mundial*, (43), 133-161.
- Glyn, A. (2006). *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization, and Welfare*. Oxford University Press.
- Goldthorpe, J.H. (1984). *Order and Conflict in Contemporary Capitalism*. New York: Oxford University Press.
- Guschanski, A., y Stockhammer, E. (2020). "Are Current Accounts Driven By Cost Competitiveness or Asset Prices? A Synthetic Model and an Empirical Test". *Cambridge Journal of Economics*. 44(6), 1301–1327.
- Hall, P. A. (2017). "Varieties of capitalism in light of the euro crisis". *Journal of European Public Policy*, 25(1), 7–30.
- Hall, P. A., y Gingerich, D. W. (2009). "Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis". *British Journal of Political Science*, 39(3), 449.
- Hall, P. A., y Soskice, D. (Eds.). (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford University Press: Oxford.
- Hassel, A., Palier, B., y Avlijaš, S. (2020). "The Pursuit of Growth: Growth Regimes, Growth Strategies and Welfare Reforms in Advanced Capitalist Economies". *Stato e mercato*, 40(1), 41-77.
- Hein, E. (2014). *Distribution and Growth After Keynes: A Post-Keynesian Guide*. Edward Elgar Publishing.
- Hein, E., Paternesi Meloni, W., y Tridico, P. (2020). "Welfare Models and Demand-led Growth Regimes Before and After the Financial and Economic Crisis". *Review of International Political Economy*, 1(1), 1-36.

- Hope, D., y Soskice, D. (2016). "Growth Models, Varieties of Capitalism, and Macroeconomics". *Politics & Society*, 44(2), 209-226.
- Kohler, K., y Stockhammer, E. (2020). "Growth Models in Advanced Countries Before and After the 2008 Crisis: Competitiveness, Financial Cycles and Austerity" (No. PKWP2008).
- Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Edward Elgar Publishing.
- Lavoie, M., y Stockhammer, E. (Eds.). (2013). *Wage-led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*. Palgrave Macmillan.
- Luque, V., y Palazuelos, E. (2015). "Una interpretación del débil crecimiento de la economía alemana en el período 1995-2007". *Revista de Economía Mundial*, (41), 159-180.
- Marglin, S. A. (1990). "Lessons of the Golden Age: An Overview". En Marglin, S. A., & Schor, J. B. (Eds.). (1991). *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*. Oxford University Press, pp 1–38.
- Pariboni, R., Paternesi Meloni, W., y Tridico, P. (2020). "When Melius Abundare Is No Longer True: Excessive Financialization and Inequality as Drivers of Stagnation". *Review of Political Economy*, 32(2), 216-242.
- Soskice, D. (1990). "Wage Determination: The Changing Role of Institutions in Advanced Industrialized Countries". *Oxford Review of Economic Policy*, 6(4), 36–61.
- Stockhammer, E. (2017). "Wage-led Versus Profit-led Demand: What Have we Learned? A Kaleckian–Minskyan View". *Review of Keynesian Economics*, 5(1), 25-42.
- Streck, W. (1997). "Beneficial Constraints: On the Economic Limits of Rational Voluntarism". In J. R. Hollingsworth & R. Boyer (Eds.), *Contemporary Capitalism: The Embeddedness of Institutions*: 197-219. New York: Cambridge University Press.
- Thelen, K. (2001). "Varieties of Labor Politics in the Developed Democracies". Hall, P. A., & Soskice, D. (Eds.). (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford University Press: Oxford, 76-92.
- Weisskopf, T. E., Bowles, S., y Gordon, D. M. (1983). *Heart and Minds: A Social Model of US Productivity Growth*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 14(2), 381-450.