

LA FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL:
HACIA UNA CARACTERIZACIÓN

*WORLD ECONOMY FINANCIARIZATION:
TOWARDS A CHARACTERIZATION*

Bibiana Medialdea García
Universidad Complutense de Madrid
bibiana@ccee.ucm.es

Antonio Sanabria Martín
Instituto Complutense de Estudios Internacionales, ICEI
antoniosanabria@gmail.com

Recibido: abril de 2012; aceptado: noviembre de 2012

ç

RESUMEN

Con el término de “financiarización” se alude, en general, al ascenso de la importancia del capital financiero dentro del funcionamiento económico. La actividad financiera no sólo se expande vertiginosamente, sino que también altera su composición en términos de mercados, productos y agentes protagonistas. Estos cambios tienen la profundidad suficiente como para afectar a la lógica que rige el funcionamiento económico. En la mayor parte de las economías desarrolladas y en una parte de las subdesarrolladas, las empresas del sector no financiero, las familias y los gobiernos actúan sometidos a esa lógica propia del sector financiero. Como resultado, la actividad económica se “financiariza” y da lugar a numerosos problemas que provocan el debilitamiento de la demanda, la ralentización del proceso de acumulación y una reconfiguración social que perjudica a los trabajadores y beneficia al capital, particularmente a su facción financiera. Numerosos problemas que, finalmente, han desembocado en la actual crisis.

Palabras clave: Financiarización; Economía mundial; Mercados financieros; Ajuste.

ABSTRACT

In general terms, the term “financiarization” refers to rising relevance of financial capital within business operation. Financial activity is not only expanding rapidly, but also alters its composition in terms of markets, products and agents. These changes are deep enough to affect the logic behind economic performance. In most developed economies and some underdeveloped, the non-financial companies act under the logic of the financial sector. As a result, economic activity is “financialized” and leads many problems of weakening demand, slowing the accumulation process and social reconfiguration that are prejudicial to working people and benefit the capital, particularly its financier faction. Numerous problems which have finally led to the current crisis.

Keywords: Financialization; World Economy; Financial Markets; Adjustment.

Clasificación JEL: G15, G30; N10; O40; P10.



1. INTRODUCCIÓN

La literatura que aborda la nueva naturaleza de las finanzas y su papel dentro del funcionamiento económico es muy amplia. Una primera aproximación permite constatar que la atención recibida por el tema está sobradamente justificada, ya que son múltiples los indicadores que confirman el ascenso de las finanzas a partir de los primeros años ochenta: el valor de la capitalización de las bolsas respecto a la producción se dispara; el volumen de las transacciones financieras crece de forma explosiva, muy por encima de las transacciones comerciales o de la inversión productiva; y las rentas de naturaleza financiera incrementan sustancialmente su proporción dentro de renta nacional.

Más allá de la mera expansión cuantitativa de las variables financieras, existen evidencias de que las finanzas generan transformaciones que modifican la lógica de funcionamiento de agentes incluso en ámbitos cuyo carácter, en principio, no es financiero. Es el caso, por ejemplo, de las estrategias de las empresas “no financieras”, que se ven crecientemente determinadas por las condiciones de los mercados financieros, así como por sus propias actividades en estos mercados. También es un hecho que el nuevo contexto financiero internacional reduce drásticamente el margen con el que cuenta la mayoría de los Estados para aplicar con autonomía su política económica. La presente crisis en la eurozona y los ajustes fiscales como respuesta orientada a satisfacer las exigencias de los mercados, resultan particularmente ilustrativos al respecto. Por su parte, las divisas dejan de ser primordialmente un instrumento al servicio de las transacciones económicas internacionales para convertirse en un activo financiero con dinámica propia. Y los diferenciales de los tipos de interés y de cambio entre los países se vuelven fundamentales en la determinación, no sólo de los flujos financieros internacionales, sino también de los intercambios comerciales y productivos.

Con el objeto de enfatizar que la nueva naturaleza de las finanzas no se circunscribe a su crecimiento cuantitativo, sino que altera con cierta profundidad la lógica de funcionamiento económico, numerosos autores utilizan el concepto de “financiarización”. Este artículo, y a partir tanto del estudio crítico de aportaciones anteriores como del análisis de ciertos elementos empíricos referidos a la economía mundial, propone una caracterización de este proceso de financiarización que trata de dar cuenta, de forma sistemática, de las principales dimensiones en él implicadas.

Con el fin de lograr dicho objeto el texto se organiza de la siguiente manera: Tras este primer apartado introductorio, el posterior traza una delimitación tanto conceptual como histórica del proceso de financiarización. A continuación, en el tercer apartado, se abordan los fenómenos relacionados con dicho proceso que se registran dentro del ámbito financiero, distinguiendo entre aquellos de naturaleza cuantitativa -expansión del negocio financiero- y los de tipo cualitativo -transformaciones relativas a productos, mercados y agentes-. Seguidamente, en el cuarto apartado, se explica cómo estos cambios en el ámbito financiero resultan en una lógica de funcionamiento específica, que denominamos financiarizada, y que impacta, tal y como se expone en el quinto apartado, sobre elementos claves de la actividad económica: estrategias empresariales del sector no financiero, consumo de las familias y margen de maniobra estatal. El artículo se cierra con un apartado de carácter conclusivo, en el que se reflexiona sobre los efectos económicos y sociales resultantes de la dinámica económica financiarizada.

2. LA FINANCIARIZACIÓN: CONCEPTO Y ORÍGENES

Conviene comenzar aclarando que no existe una definición precisa y ampliamente aceptada de “financiarización”¹. Más bien el término se utiliza para referirse a una variedad de fenómenos conectados entre sí: los cambios registrados en los mercados financieros, el nuevo papel de la inversión y la renta financiera sobre la dinámica macroeconómica, la creciente importancia de los intereses del capital financiero dentro de la gestión empresarial, etcétera. Las distintas aproximaciones teóricas a este proceso, así como los trabajos que tratan de caracterizarlo a partir del análisis empírico de alguna de sus dimensiones, presentan una heterogeneidad importante y que, en gran parte de las ocasiones, no se explicita.

En este trabajo se parte de una caracterización amplia del proceso de financiarización, que incluye los aspectos anteriormente citados como elementos parciales de éste. Desde esta misma óptica, Epstein (2005: 3) sostiene que “(...) financiarización se refiere a la creciente importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacional”. Acorde con esta perspectiva, entendemos la financiarización como un aumento de la importancia del capital financiero que se traduce en el creciente protagonismo económico y político de los agentes que lo representan y, por tanto, en el incremento de su capacidad para imponer sus intereses. Este ascenso origina la expansión y transformación de los espacios en los cuales el capital financiero se valoriza (los mercados financieros), así como la configuración de una nueva lógica, que denominamos financiarizada, que se impone al grueso de los

¹ Parece que los pioneros en utilizar el término dándole este sentido son Magdoff y Sweezy (1972: 13-16).

ámbitos de la actividad y de las relaciones económicas². Este concepto de financiarización plantea, entonces, un triple nivel de significado (Palazuelos, 2011: 124): enorme tamaño de lo financiero sobre el total; condicionamiento estructural sobre agentes no financieros; y dominio sobre la dinámica de crecimiento.

El conjunto de los factores que originan el proceso de financiarización está relacionado con un punto de inflexión fundamental en la historia del capitalismo: la denominada crisis del fordismo. A grandes rasgos, y obviando discrepancias menores, numerosos estudios sobre el tema coinciden en señalar la ralentización del crecimiento de la productividad en la OCDE a finales de los años sesenta, derivada tanto del agotamiento tecnológico como de la pérdida de eficacia de los métodos fordistas de organización del trabajo y la escalada de conflictos sociales en torno a la distribución del ingreso, como factor explicativo clave de la crisis. No obstante, aunque los consiguientes problemas de rentabilidad ya son patentes en esos años, no es hasta los primeros setenta cuando la crisis se explicita en toda su magnitud.

Durante esos años proliferan síntomas que evidencian la insostenibilidad de la dinámica de crecimiento que se había mantenido durante las décadas precedentes en los países de la OCDE. Desde los últimos años sesenta, la rentabilidad de las empresas comienza a caer; el crecimiento industrial se desacelera; el desempleo y la inflación aumentan; el comercio internacional frena su crecimiento; a partir de la primavera de 1970 se suceden crisis bursátiles en varios países; y, tras persistentes tensiones monetarias y la devaluación de varias monedas, desaparece el Sistema Monetario Internacional (SMI) establecido en Bretton Woods. En ese contexto, ante las consecuencias del alza de los precios del petróleo y otras materias primas, además de la exacerbada competencia que existe en el comercio internacional, se produce la quiebra definitiva del engranaje fordista, lo que genera una ralentización del crecimiento muy acusada y que se prolonga en los años setenta y ochenta³.

En el transcurso de la crisis surgen elementos que propiciarán el ascenso del capital financiero. En primer lugar, el deterioro de la rentabilidad obtenida en la actividad productiva estimula la búsqueda de negocios alternativos, que impulsa la expansión del ámbito financiero. Dicha búsqueda también es alimentada por la liquidez puesta en circulación por los países petroleros, cuyos ingresos se disparan al compás de las subidas en el precio del crudo. Al mismo tiempo, otros factores estimulan el desarrollo de los mercados financieros internacionales, tales como: la necesidad de financiación de los

² Nos inhibimos respecto a si la financiarización es una novedad inédita en el capitalismo o, si como sugiere cierta literatura (Hobson, 1902; Hilferding, 1910; Lenin, 1916), es un rasgo recurrente. En todo caso, planteamos que es un proceso que afecta de modo crucial al contexto económico actual, no que defina una fase en sí. Coincidimos así con la idea de Stockhammer (2007: 5) de que la financiarización no basta para caracterizar el funcionamiento macroeconómico actual; es un elemento importante, pero no el único importante.

³ Para profundizar sobre la crisis de rentabilidad de aquellos años recomendamos Mandel (1972), Palazuelos (1990), Shaikh (1990 y 2000), Duménil y Lévy (2004) y Onaran (2004).

crecientes déficits públicos y por cuenta corriente que registra la mayoría de los países desarrollados; las nuevas estrategias financieras de las grandes empresas inmersas en procesos de internacionalización; la desorganización en los mercados de materias primas; y, el desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación⁴. También es crucial para dicho desarrollo el hecho de que, tras el colapso del SMI de Bretton Woods, el valor relativo de las monedas pase a quedar al amparo de las fluctuaciones del mercado, mediante tipos de cambio más o menos flexibles. Por último, son fundamentales los cambios sociales y políticos que alteran la correlación de fuerzas en los países desarrollados deteriorando la capacidad reivindicativa de los trabajadores. Como consecuencia de todo ello, ante la necesidad de reestablecer la rentabilidad y las dificultades para hacerlo en la esfera productiva, se comienza a aplicar el denominado “programa neoliberal”, que termina de asentar las bases de la financiarización.

De forma esquemática, puede decirse que la aplicación de las medidas neoliberales es clave en la génesis de la financiarización⁵. El mismo programa neoliberal, que propicia y consolida la supremacía del capital financiero, expresa su disposición a imponer una agenda favorable para sus intereses (Palley, 2007: 16-17; 2009, 39-40)⁶. O bien, como expresan Duménil y Lévy (2005: 40) “el neoliberalismo es la expresión de la nueva hegemonía de las finanzas”. El programa neoliberal, que comienza a aplicarse en los países desarrollados en los primeros años ochenta, parte del supuesto de que sólo un mercado financiero “libre” puede recuperar la inversión y el crecimiento. Esta concepción deriva en el establecimiento de un nuevo marco macroeconómico, donde el mercado y los intereses del capital financiero ganan importancia frente al Estado y al capital industrial. Las medidas neoliberales que, de forma más directa impulsan la financiarización, se concentran en el mercado de trabajo y el sistema financiero. Por un lado, se rompen los compromisos laborales adquiridos en la posguerra: las condiciones de trabajo se precarizan, los salarios directos se congelan o ralentizan mucho su crecimiento y se deterioran o liquidan los componentes indirectos del salario. En palabras de Boyer (1998: 26) “el gobierno pasa de defender el salario (...) a defender a la empresa”.

En el ámbito financiero el programa neoliberal configura lo que Aglietta (2001 a y b) denomina la “economía de los sistemas financieros liberalizados” que, sustituyendo al “régimen de endeudamiento administrado” keynesiano,

⁴ Algunos autores señalan también el envejecimiento de la población en países desarrollados, porque estimula tanto el incremento de la tasa de ahorro como su patrimonialización financiera. Destacan Aglietta (1998, 2001a y 2001b), Orléan (1999) y Martínez González-Tablas (2007).

⁵ Consultar Palazuelos (1998), Chesnais (2001), Plihon (2004), Crotty (2005 y 2007), Duménil y Lévy (2005), Onaran (2005a), Stockhammer (2007), Palley (2007), Martínez González-Tablas (2007), Bresser-Pereira (2010), Foster (2010) y Lapavistas (2010).

⁶ Según Stockhammer (2007: 5-6) la financiarización es un subproducto del neoliberalismo, y por tanto, un resultado político. Crotty (2000) ilustra mecanismos concretos mediante los cuales el capital financiero aumenta su influencia política y consigue que se adopten medidas favorables a sus intereses. Abrena *et al.* (2007), por su parte, obtienen una fuerte correlación econométrica entre la liberalización financiera, el debilitamiento sindical y los beneficios del capital financiero.

ensancha los espacios financieros regidos por la lógica del mercado y ocasiona una recomposición de la correlación de fuerzas entre las distintas facciones capitalistas. El nuevo contexto privilegia los intereses de accionistas y prestamistas, por lo que algunos autores lo han denominado la “dictadura de los acreedores” (Orléan, 1999). Entre las medidas aplicadas destacan: *i)* la reorientación de la política monetaria, con el objetivo de garantizar la rentabilidad financiera promoviendo el control de la inflación a la vez que se mantienen tipos de interés elevados en términos reales⁷; *ii)* la apertura financiera, que permite la desconexión entre ahorro e inversión nacional y estimula los movimientos del capital a escala mundial; *iii)* la liberalización de los sistemas financieros nacionales, que acaba con la regulación de los precios financieros básicos y facilita esos movimientos internacionales, de modo que primero los tipos de cambio, y luego los tipos de interés, dejan de ser administrados por el poder político; *iv)* la desregulación del sistema financiero, que incluye la privatización de bancos públicos y la supresión de las fronteras entre los mercados monetario, financiero, divisas, etcétera; *v)* y, por último, la financiación de los déficit públicos a través de los mercados financieros, con lo que se acentúa la supeditación de la política presupuestaria (ingresos y gastos) de los gobiernos al dictado de los mercados financieros, incluyendo la aplicación de incentivos fiscales que estimulan la patrimonialización financiera del ahorro privado.

3. EXPANSIÓN Y TRANSFORMACIÓN DEL NEGOCIO FINANCIERO

3.1. AUGE DEL NEGOCIO FINANCIERO

Como resultado de los procesos descritos en el apartado anterior, el ámbito financiero registra una expansión colosal. Tras un primer impulso durante la década de los setenta, durante los ochenta las transacciones financieras internacionales comienzan a expandirse de forma acelerada, expansión que se mantiene a un ritmo muy elevado durante los años siguientes. Los flujos de capital privado entre países crecen muy por encima de la actividad económica. Según las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI en solo dos décadas, entre 1985 y 2005, pasan de suponer el 7,4% al 27,6% del PIB, como consecuencia de un doble proceso. Por una parte, los mercados financieros nacionales se internacionalizan, debido a que desaparecen las restricciones que limitan la entrada de inversores extranjeros y la emisión por parte de agentes nacionales de activos financieros en los mercados internacionales. Y, por otra parte, estos mercados internacionales se expanden a un ritmo trepidante, tanto el de crédito, como el de títulos (de deuda y acciones) y los de otros instrumentos financieros que analizamos a continuación. Por ejemplo,

⁷ Se inaugura con la subida de tipos de interés de EEUU en 1979, el denominado “golpe de Estado de las finanzas”.

los préstamos bancarios internacionales netos pasan del 6,2% del PIB mundial en 1984 al 23,6% en 2000 y al 31,5% en 2010 (cálculos propios a partir de datos del Banco Internacional de Pagos, –en adelante BIS⁸, por sus siglas en inglés– y Estadísticas Financieras Internacionales del FMI).

En los últimos años, el ritmo al que crecen los principales mercados financieros internacionales se ralentiza. No obstante, hay que considerar que el efecto de dicha ralentización no es obstáculo para que, como resultado del vertiginoso crecimiento de los años anteriores, su dimensión siga siendo colosal. El porcentaje de acciones comercializadas con relación al PIB mundial alcanzó su cenit justo en 2007, con una tasa de 182%. El descenso continuado desde entonces no ha evitado que en 2010 se mantuvieran un valor total superior al de la economía mundial: 104,6% del PIB mundial (Banco Mundial, *WDI Online*, 2012). Tengamos en cuenta que, por ejemplo, entre 1997 y 2007 los mercados de acciones multiplican por más de seis su volumen de negociación y triplican su valor de capitalización (cálculos propios a partir de datos de World Federation of Exchanges). La ralentización posterior -el valor de capitalización se reduce un 13,6% entre 2007 y 2010-, no es por tanto suficiente para anular todo el crecimiento acumulado.

La expansión del negocio financiero es enorme, tanto en cifras absolutas como con respecto a la evolución de la dinámica productiva y comercial, lo cual resulta muy significativo. Para comprender el alcance de tal magnitud, hay que señalar que una parte considerable de la riqueza acumulada por las familias, en particular el grueso del patrimonio de las grandes fortunas, salvo una pequeña porción invertida en activos físicos (inmuebles, tierra, obras de arte, o metales preciosos) se halla colocada en los mercados financieros. Y lo mismo sucede con una notable proporción de los flujos de ahorro, tanto de las familias como de las empresas y de los gobiernos, también invertidos en esos mercados financieros. Hay que considerar, por ejemplo, que entre 1986 y 2004 el PIB mundial se multiplica por tres y las exportaciones de bienes y servicios por cinco, mientras que el crecimiento de los mercados financieros es muy superior: el intercambio medio de divisas se multiplica por nueve, las emisiones internacionales de títulos por siete, los préstamos bancarios internacionales en términos netos por ocho, y el mercado de productos derivados (contando sólo los bursátiles) por noventa y ocho (Bustelo, 2007). En los años siguientes, aunque lastrada por la crisis, la expansión financiera sigue su curso: según datos del BIS, el volumen de divisas negociadas se duplica en tan sólo 6 años, pasando de aproximadamente 2 billones de dólares diarios en 2004 a casi 4 billones de dólares en 2010.

La expansión del negocio financiero frente al crecimiento de la actividad productiva puede aproximarse mediante múltiples indicadores que, en definitiva recogen el incremento bien de los activos bien de los ingresos financieros con respecto a los de naturaleza no financiera (Martínez González-Tablas, 2007: 285-290). Por ejemplo, entre 1980 y 2001 la capitalización bursátil sobre

⁸ BIS, *Consolidated banking Statistics*, disponibles en <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>

el PIB pasa del 50% al 152% en EEUU, sube del 8% al 103% en Francia y del 9% al 61% en Alemania (Aglietta y Rebériux, 2004: 16). En 2007 la capitalización de la Bolsa de Nueva York (NYSE) suponía un 113,3% del PIB de EEUU. La crisis ha hecho descender esos niveles hasta el 91,6% del PIB de EEUU en 2010⁹. Por su parte, los beneficios obtenidos por las empresas financieras sobre los del sector no financiero saltan desde aproximadamente el 15% en la década de los cincuenta a superar el 40% en 2003, tal como podrá observarse en el gráfico 2.

3.2. TRANSFORMACIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA: PRODUCTOS Y MERCADOS

La formidable expansión del ámbito financiero se acompaña de su profunda reestructuración, referida tanto a los productos que se emplean como a los mercados donde se intercambian (Palazuelos, 1998: 100-128; Martínez González-Tablas y Medialdea, 2001; Martínez González-Tablas, 2007: 305-306, Vilariño, 2008 y Vara y Palazuelos, 2010).

Por una parte, los mercados internacionales de capital alteran su composición, a la par que sus productos se complican. Los títulos de deuda emitidos por gobiernos y grandes empresas, así como los créditos, se incrementan notablemente en términos absolutos y siguen siendo los activos más importantes, pero pierden algo de peso a favor de las acciones, que aun así, mantienen una presencia reducida. El auge del mercado internacional de crédito se acompaña de una complejidad paulatina de los productos negociados. En particular, tras la crisis de la deuda externa de principios de los años ochenta los bancos occidentales comienzan a diseñar fórmulas para reducir el riesgo asociado a la concesión de créditos. Dicha estrategia se traduce en la generalización de los créditos sindicados (concedidos por un *pool* de bancos, con uno que ejerce de líder) y la utilización masiva de *swaps* (intercambios de activos), que sentarán las bases para el surgimiento de la titularización de los créditos. Esta titularización consiste en la conversión de un crédito en bonos (referidos al valor de dicho crédito) que se pueden negociar en el mercado conforme a las expectativas de cobro que ofrece el deudor. Los bancos comienzan a utilizarlos como instrumento de cobertura de riesgo y también como medio para obtener beneficios financieros. Posteriormente la titularización se extiende a otros instrumentos, como los bonos públicos y los emitidos por las empresas. De ese modo, surgen y proliferan los denominados “productos estructurados”, que se componen a partir de titularizaciones de diversos activos financieros. Se trata de productos cada vez más complejos que añaden una creciente opacidad al funcionamiento de los mercados de capitales tradicionales.

⁹ El caso español es igualmente digno de destacar en este sentido, pues la capitalización bursátil de BME (Bolsas y Mercados Españoles) representaba un 123,7% del PIB en 2007, para menguar hasta un 85,2% en 2010. Datos del *Annual Statistics Report* del World Federation of Exchanges, WFE (varios años). [Última revisión, 27 de marzo, 2012].

Igual que sucede con los productos estructurados, las fuerzas que impulsan la expansión del negocio financiero propician el surgimiento de otros nuevos activos, con lo que se desarrollan nuevos mercados financieros cuya dimensión e influencia termina por sobrepasar a la de los mercados de capitales tradicionales. Los dos casos más destacados corresponden a las divisas y los derivados: originariamente instrumentos funcionales a la intermediación financiera pero, a partir de los años ochenta, se convierten en activos financieros capaces de rendir beneficios muy superiores a los que se obtienen en los propios mercados financieros tradicionales.

Con respecto al mercado de divisas, el colapso del SMI y el posterior escenario de tipos de cambio flexibles y muy volátiles abren la posibilidad de obtener rendimientos elevados y rápidos mediante la mera compra y venta de moneda. De ese modo, las divisas se convierten en un activo financiero muy atractivo cuyo mercado registra, consiguientemente, un espectacular crecimiento: el volumen diario de transacciones de divisas se duplicó en la primera mitad de los años noventa –pasando de 600.000 millones de dólares en 1989 a 1,2 billones en 1995- y vuelve a registrar una expansión desorbitada en la segunda mitad de la década siguiente, de forma que según datos del BIS alcanza un volumen diario de casi 4 billones de dólares en 2010. Esta enorme dimensión excede con mucho las necesidades derivadas de los intercambios productivos y comerciales, lo cual indica que el mercado de divisas opera con una dinámica propia, fundamentalmente especulativa.

Un proceso similar explica el auge de los mercados de derivados. Estos productos funcionan como un seguro que cubre a los activos del inversor (créditos, bonos, acciones) frente al riesgo asociado a la inestabilidad de las variables financieras básicas (precios, tipos de interés, tipos de cambio e índices bursátiles). Sin embargo, dado que permiten apostar sobre la evolución futura de esas variables, y en un contexto de gran incertidumbre sobre su evolución, se convierten en un instrumento idóneo para la especulación, sobre todo en los períodos de mayor inestabilidad de dichas variables. Así, el grueso de las emisiones y negociaciones de derivados no responde a las compras de inversores interesados en proteger un activo concreto frente a posibles contingencias financieras, sino al objetivo exclusivo de obtener ganancia con tal operación. Este componente especulativo explica el explosivo crecimiento del mercado de derivados a partir de los años noventa. Crecimiento que, en este caso, sí se mantiene a un ritmo igualmente elevado en los años siguientes. Así lo demuestra el hecho de que el valor bruto de mercado de los contratos vivos en los mercados extrabursátiles (*Over The Counter*, OTC), haya pasado de 9,1 a 24,7 billones de dólares entre diciembre de 2004 y el primer semestre de 2010 (para disminuir desde entonces: 21,3 y 19,5 billones en el segundo semestre de 2010 y primero de 2011 respectivamente)¹⁰.

¹⁰ Datos del BIS (varios años). Optamos por el valor bruto de mercado y no por el valor notional por ser este último inadecuado para observar la importancia económica de los derivados (Vilaríño, 2011: 105-106). Los billones son europeos, es decir, millones de millones.

3.3. TRANSFORMACIÓN DEL ÁMBITO FINANCIERO: AGENTES

Paralelamente, se modifican cuáles son los agentes que intercambian esos productos y que intervienen en dichos mercados. En primer término, los bancos comerciales experimentan cambios importantes en la medida en que buena parte de la captación y movilización del ahorro se traslada directamente a los mercados financieros¹¹.

De esa manera, se difuminan los límites entre los mercados de dinero y de capital, a la vez que los bancos modifican su naturaleza y funcionamiento. Ya no son los receptores prioritarios del ahorro, porque se multiplican las alternativas para su colocación, y en muchos países tienden a dejar de ser la fuente de financiación fundamental para las grandes empresas, que recurren crecientemente a los mercados de capital. Por ese motivo, ante la pérdida de una parte de su negocio, los bancos reorientan su actividad, siendo los anglosajones los que mejor se adaptan: lanzan nuevos productos (como las titulaciones de crédito), participan directamente en la negociación de activos financieros, utilizan las innovaciones aportadas por la ingeniería financiera, amplían sus funciones de asesoramiento sobre actividades financieras y reestructuraciones empresariales, y adquieren un papel crucial como “creadores de mercado” (*market makers*). Además, los bancos son quienes proporcionan el grueso del crédito concedido para adquirir activos financieros.

De ese modo, en gran medida, se difuminan las fronteras que distinguían las funciones entre la banca comercial y la de inversión¹², dando lugar a lo que se denomina “hibridación” entre bancos y finanzas de mercado (Martínez González-Tablas, 2007: 303). Según los países, los bancos de inversión como segmento específico, o bien los bancos comerciales de mayor tamaño a través de sus departamentos especializados, son el origen de casi todas las novedades que han caracterizado a la innovación financiera y su posición se ha fortalecido gracias a que cuentan con información privilegiada sobre las empresas a las que asesoran, para las que colocan productos (acciones, bonos, titularizaciones, derivados) en los mercados, y a las que financian en múltiples operaciones. Esta posición les aporta suculentos ingresos por comisiones y a la vez les permite obtener beneficios a través de la realización de operaciones propias de compra-venta de activos disponiendo de esa información ventajosa. Igualmente, la creciente debilidad de los sistemas de regulación y supervisión bancaria

¹¹ Este tránsito se denomina “desintermediación financiera”, por eso algunos autores acuñan el término de “finanzas de mercado”. La literatura especializada identifica una dicotomía entre sistemas financieros intermediados y de mercado, siendo el máximo exponente de estos últimos los anglosajones.

¹² Destaca a este respecto la abolición en EEUU del *Banking Act*, más conocida como Ley Glass Steagall, que separaba entre las actividades de banca comercial y de inversiones. Establecida en 1933 en el contexto de la Gran Depresión, fue abrogada en 1999. Diversos expertos han vinculado este hecho como uno de los factores que propiciaron la actual crisis. Un análisis al respecto puede verse en Eichengreen (2009).

y financiera facilita notoriamente sus actividades, a la par que determina un incremento sustancial del riesgo con que funcionan las finanzas. En ese contexto, la incertidumbre alimenta la realización de múltiples operaciones financieras, cuyo resultado es una incertidumbre aún mayor y que se expande por todo el sistema.

Uno de los elementos que estimula la reorientación de la actividad bancaria es la presencia, en parte rival, de un nuevo tipo de agente financiero: los inversores institucionales. Los gestores profesionales de ahorro colectivo, sobre todo los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las compañías de seguros, emergen como nuevos protagonistas de los mercados financieros (Aglietta, 1998; Jeffers y Plihon, 2001; Plihon, 2004 y Crotty, 2005). Los activos financieros gestionados por estos inversores institucionales pasaron de representar un valor equivalente al 34,4% al 173,7% del PIB mundial entre 1981 y 2009, tras haber alcanzado un porcentaje de 181,7% en 2007¹³. Por tanto, el volumen de los recursos que manejan es colosal, sobre todo en los países anglosajones: en 2009 alcanza el 220,6% del PIB de Gran Bretaña y el 196,3% en EEUU. No obstante, hay que tener en cuenta que una parte considerable de los fondos de inversión han sido promovidos y están controlados por bancos comerciales o de inversión, lo mismo que sucede con algunos fondos de pensiones y compañías de seguros.

El nuevo protagonismo de los inversores institucionales estimula la financiarización. Por el lado de los hogares, la profesionalización de la gestión del ahorro se presenta como la minimización del riesgo para el pequeño ahorrador, por lo que alimenta la patrimonialización financiera y la compra de activos más arriesgados. Por el lado de las empresas, aquellas que registran una fuerte presencia de inversores institucionales modifican su estructura de la propiedad: aunque formalmente se dispersa en pequeños ahorradores, el control efectivo de las empresas se concentra en un reducido número de gestores profesionales que ejercen una influencia extraordinaria. Es así porque manejan un gran volumen de recursos, existe una elevada competencia entre ellos y desarrollan distintas estrategias de diversificación de carteras y asunción de riesgos.

El caso extremo de asunción de riesgos elevados lo representan los denominados “fondos de cobertura” (*hedge funds*), que se especializan en colocaciones muy arriesgadas y, por tanto, muy rentables¹⁴. Además, esas operaciones son efectuadas con elevadísimos grados de apalancamiento y, en la mayoría de los países, no están sujetas a ningún tipo de normativa regulatoria. Por ese motivo, en ocasiones obtienen ganancias estratosféricas y otras veces sufren fracasos financieros estrepitosos,

¹³ Datos obtenidos a partir del *Institutional Investors Statistics* de la OCDE y FMI (2011).

¹⁴ Para ello toman posiciones en empresas de mala calidad crediticia; apuestan sobre la evolución futura de variables macroeconómicas; combinan compras y ventas a diferentes plazos con bonos y *swaps*; se dedican al arbitraje con derivados y / o divisas; compran activos “emergentes”; etcétera.

que provocan importantes efectos desestabilizadores que exceden a sus propios suscriptores, debido sobre todo al elevado endeudamiento en que incurren para realizar sus operaciones¹⁵. Por último, cobra también una creciente importancia la pléyade de agentes financieros que contribuyen a complicar y oscurecer el funcionamiento de los mercados financieros. Es el caso de los *brokers*, *traders* y demás intermediarios, así como de las agencias calificadoras de riesgo. Estas últimas pasan a ocupar un lugar central en la evolución de unos mercados cada vez más complejos y opacos, en los cuales la evaluación del riesgo es a la vez difícil y necesaria. El mercado de calificación está dominado por tres empresas (Standard & Poors, Moody's y Fitch), que influyen de forma determinante en la toma de decisiones de los demás agentes financieros, sobre todo en lo que se refiere a los activos más arriesgados, aunque también en los más seguros (bonos soberanos), pudiendo llegar a condicionar así la política económica de los Estados.

4. LA LÓGICA FINANCIARIZADA: PRINCIPALES RASGOS DE FUNCIONAMIENTO

La fortísima expansión que registran los mercados financieros, unida a la transformación de sus productos y de sus agentes, resultan en la agudización extrema de los rasgos que caracterizan el funcionamiento del capital financiero¹⁶.

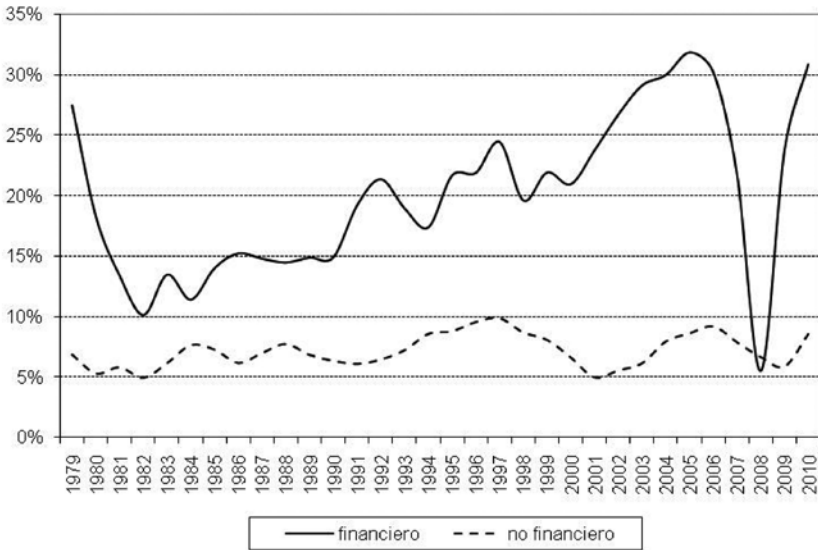
a) Crecientes niveles de rentabilidad financiera.

Son numerosos los estudios empíricos que confirman el espectacular crecimiento de la rentabilidad financiera, tanto de los beneficios sobre el capital invertido por parte de las empresas del sector financiero, como de la rentabilidad que obtienen todo tipo de empresas mediante actividades financieras. Además de que las cifras absolutas son muy altas, lo característico es que las operaciones financieras proporcionan tasas de rentabilidad muy superiores a las que el capital logra mediante inversiones conectadas directamente con la actividad productiva. Queda nítidamente recogido para el caso de EEUU en el gráfico 1.

¹⁵ Destaca el papel de este tipo de agentes como desencadenante de las crisis de divisas europeas en 1992, las del sudeste asiático en 1997 y la rusa de 1998.

¹⁶ Con el término "lógica financiarizada" no nos referimos, por tanto, a una lógica económica en sí novedosa, sino, más bien, a la extensión y profundización de los rasgos de funcionamiento propios del capital financiero.

GRÁFICO 1: TASA DE RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS PRIVADAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS EN EEUU: 1979-2010



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Bureau of Economic Analysis (BEA), Department of Commerce, de EEUU. La tasa de rentabilidad se obtiene como cociente entre los beneficios de las empresas privadas después de impuestos (National Income and Product Accounts Tables, Section 6.16) y su *stock* neto de capital fijo (Fixed Assets Accounts Tables, Section 6.1).

La rentabilidad de las empresas financieras se incrementa de forma creciente desde los primeros años ochenta hasta la actualidad, ensanchando su diferencial con respecto a la rentabilidad obtenida por las empresas no financieras. Este diferencial, como recoge el gráfico 1, pasa de un promedio de 8 a 12 puntos porcentuales entre las décadas de los ochenta y los noventa, y se dispara a partir del año 2000, superando los 20 puntos porcentuales.

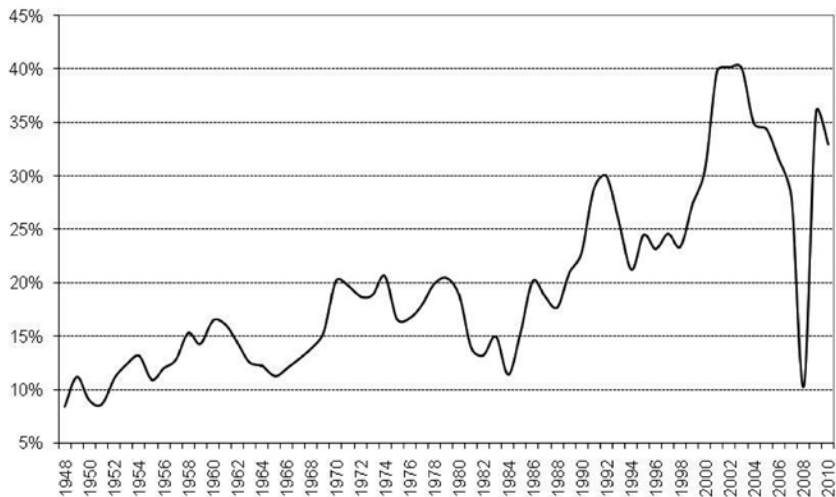
Los cálculos de Duménil y Lévy (2005: 37-39), que incorporan las pérdidas y ganancias de capital en sus cálculos de beneficios financieros, confirman esta misma evolución. Consiguientemente, el valor neto de las empresas financieras respecto a las no financieras se dispara, duplicándose del 15% al 30%, entre 1960 y 1999 (ibídem). Como puede apreciarse en el gráfico 1, la vigente crisis ha supuesto una severa línea de ruptura en dicha dinámica, si bien la recuperación de esas diferencias desde 2009 a favor de la rentabilidad financiera resulta espectacular.

El gráfico 2 refuerza ilustrativamente esa hegemonía financiera en la composición de los beneficios. Como puede apreciarse, la participación de los beneficios financieros sobre los totales ha seguido una marcada trayectoria



creciente. La crisis actual ha supuesto una interrupción tan abrupta como breve.

GRÁFICO 2. PARTICIPACIÓN DE LOS BENEFICIOS FINANCIEROS SOBRE LOS TOTALES DE LAS EMPRESAS EN EEUU, 1948-2010 (EN PORCENTAJES)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bureau of Economic Analysis (BEA), Department of Commerce, EEUU (National Income and Product Account Tables, Section 6.16).

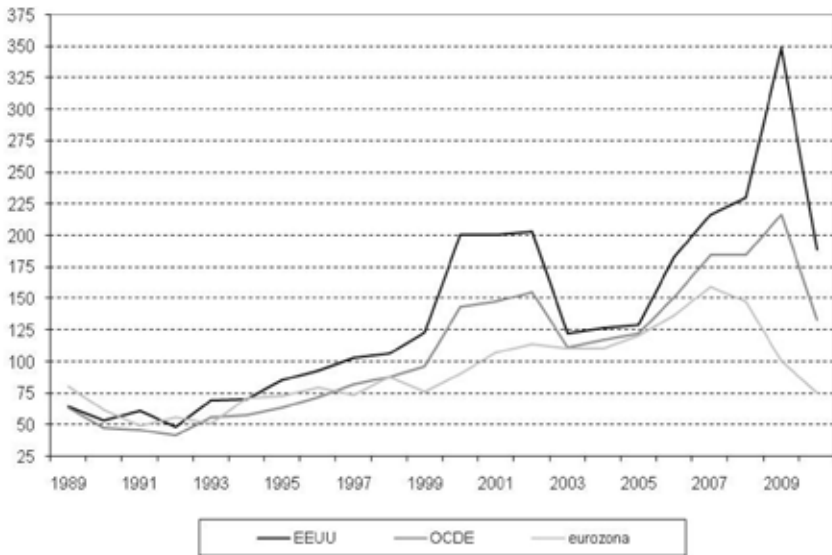
b) Pulsión apremiante por reducir el plazo en el cual se realizan los beneficios.

Este impulso persistente por mejorar la rentabilidad conlleva la creación de colocaciones cada vez más líquidas. La elevada liquidez de los mercados permite una capacidad de arbitraje que, usando las palabras de Orléan (1999), otorga a las finanzas su “poder”. La liquidez, que “(...) expresa la voluntad de autonomía y dominación de las finanzas” (ibid.: 49), convierte la posibilidad de apostar sobre la variación de los precios financieros en algo automático, alimentando hasta el paroxismo el componente especulativo de las operaciones. De ahí la creciente tensión entre el denominado “valor fundamental” y el “valor especulativo” de los títulos, es decir, entre lo que sería la función productiva y lo que es la función financiera (especulativa) del ahorro, que la lógica financiarizada resuelve a favor de esta segunda: según se dispara la rotación de activos financieros se expande el negocio financiero y se quiebra el compromiso entre el propietario del título y la actividad que en principio financia. En ese sentido, los mercados de acciones son paradigmáticos. Por ejemplo, en EEUU durante los años noventa los nuevos

propietarios acortaron el período que mantenían las acciones en sus carteras de 7 años a 9 meses (Chesnais y Plihon, 2003: 83). El *annual stock turnover rate* de la bolsa de Nueva York (NYSE), que mide la relación entre el valor de las ventas realizadas y la capitalización, pasa de mantenerse estable en torno al 20% en los años sesenta y setenta a incrementarse vertiginosamente en las dos décadas posteriores: a finales de los ochenta las ventas suponen casi un 80% y al término de la década de los noventa sobrepasan el 100% (Crotty, 2005: 92). La crisis, no obstante, ha hecho retroceder temporalmente esta ratio a porcentajes inferiores al 100% en el caso de la NYSE (73% en febrero de 2012, según datos oficiales de la Bolsa de Nueva York).

El gráfico 3 muestra el comportamiento de dicha ratio en diversas economías: EEUU, países OCDE y la eurozona. Como muestra dicho gráfico, su comportamiento ha sido similar en las tres regiones; tan sólo esta última, la eurozona, había visto decrecer esta tasa a niveles inferiores al 100%.

GRÁFICO 3. TASA ANUAL DE LA RATIO *STOCK TURNOVER* (EN %): 1989-2010



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial, *World Development Indicators* (WDI Online).

c) *Asunción de riesgos crecientes.*

La pretensión de mejorar continuamente la rentabilidad, a la vez que la posibilidad de hacer y deshacer rápidamente sus posiciones, lleva a los agentes a asumir niveles cada vez más elevados de riesgo. En un contexto de gran complejidad y opacidad en los mercados y de elevada volatilidad de



las variables financieras, el incremento del riesgo convierte en cruciales los mecanismos y convenciones establecidos para su evaluación. Los mercados financieros ofrecen una fórmula para gestionar el riesgo asociado a toda operación financiera: su descomposición y mercantilización. La centralidad del riesgo en el nuevo contexto financiero explica muchos de los cambios sucedidos en cuanto a los instrumentos y los agentes, tanto porque el riesgo es mayor como porque en sí mismo se convierte en objeto de transacción. Explica también la expansión de los productos derivados y la mayor importancia de las agencias calificadoras. Sin embargo, otros elementos contribuyen a realimentar la asunción de mayores riesgos por parte de todos los agentes, bien por las propias deficiencias de los mecanismos utilizados para evaluar el riesgo -unos, como los derivados se convierten en objetos de especulación; otros, como las agencias calificadoras, entran en conflictos de intereses-, o bien por la imposibilidad efectiva de cuantificar el riesgo asociado a cada instrumento debido a su opacidad.

d) Inestabilidad intrínseca de los mercados financieros.

Esos mercados, que manejan una cantidad descomunal de recursos que se colocan en productos de naturaleza cada vez más compleja y opaca, generan condiciones muy favorables para el desarrollo de comportamientos miméticos e irracionales. En un contexto con grandes riesgos y carente de mecanismos eficaces para su cuantificación precisa, donde al mismo tiempo abundan las posibilidades de realizar movimientos repentinos, es lógico que muchos agentes tiendan a adoptar ciertas convenciones y comportamientos seguidistas hacia quienes consideran los operadores de referencia. Como consecuencia, se exacerban las imperfecciones inherentes a los mercados financieros, derivadas en su mayor parte de los problemas de asimetría de información (Olivié, 2004: 51-57; García Fernández-Muro, 2002: 140-148 y Mishkin, 2001). Además, las interdependencias entre los distintos segmentos financieros y entre los mercados financieros nacionales agudizan esa inestabilidad. El comportamiento "ciclotímico" de los flujos financieros internacionales, la demoledora capacidad desestabilizadora de un *shock* externo sobre cualquier sistema financiero, y la intensidad con la que estos efectos se "contagian", son exponentes paradigmáticos del fenómeno. Esas condiciones, propias de la lógica financiera, proporcionan los requisitos básicos para que se produzcan episodios recurrentes de crisis de origen financiero, ya sea en países desarrollados o en los denominados "emergentes", que acaban generando efectos a escala internacional de mayor o menor intensidad. Entre los episodios de este tipo más significativos destacan la crisis de la deuda externa en 1982; el *crash* bursátil en Nueva York en octubre de 1987; las crisis bancaria, bursátil, e inmobiliaria de Japón en 1990; a continuación las crisis cambiarias y bancarias europeas; la crisis mexicana de 1994; la del sudeste asiático, iniciada en el verano de 1997; la posterior quiebra del *hedge fund* Long Term Capital Management; la crisis rusa en agosto de 1998; la crisis cambiaria

brasileña al inicio de 1999; la crisis argentina y el *crash* de las tecnológicas en 2000; y por último, la crisis inmobiliaria, bancaria y bursátil, que estalla en 2007 en EEUU para generalizarse a escala mundial durante 2008, originando nuevas repercusiones en términos de crisis de deuda soberana en países europeos a partir de 2010. Como señalaría Galbraith (2011 [1990]), todos estos episodios de euforia, animados por nuevas expectativas e innovaciones financieras descansan en la vieja dinámica común del sobreapalancamiento.

e) Vocación expansiva y predominio del capital financiero

La suma de los rasgos mencionados hace que se acentúe extraordinariamente la expansión financiera, creándose una dinámica tendente a auto reproducir ese movimiento expansivo, a eludir los controles de los gobiernos nacionales y a funcionar de forma relativamente autónoma a lo que acontece en la esfera de la “economía real”, e incluso a imponerse sobre ésta, como veremos en el próximo apartado. Cabría decir que el negocio financiero se hace “bulímico”, es decir, desarrolla un apetito insaciable que busca de forma compulsiva la máxima rentabilidad en el menor plazo posible, tratando de eludir cualquier restricción normativa y funcionando en un contexto que estimula la asunción de riesgos crecientes. Es así como crece el volumen de recursos que ingresa en el circuito financiero, el tipo de nuevos productos financieros, la utilización de monedas (en las que se nominan los activos financieros, o como objeto de negociación) y comienzan a tener atractivo los activos financieros emitidos en países hasta el momento excluidos de los mercados internacionales (los llamados “emergentes”).

Unos elementos tienden a fomentar otros de forma que todo ello se auto reproduce: la misma inestabilidad que caracteriza a los mercados financieros abre posibilidades de negocio, porque permite apostar sobre la evolución de las variables financieras básicas y sobre el hipotético comportamiento de los participantes en los mercados. La negociación financiera encuentra así una formidable vía de expansión, alimentándose a sí misma, a la par que se incrementan los incentivos de rentabilidad, liquidez y riesgo en los que se desarrolla dicha negociación.

Simultáneamente, el capital financiero trata de eludir cualquier tipo de regulación pública que pretenda restringir su margen de movimiento. La opacidad y el ingenio puestos al servicio de burlar toda pretensión reguladora adoptan su máxima expresión en el comportamiento de agentes como los *hedge funds* (y por extensión, de los agentes que colocan en ellos sus recursos), el surgimiento de algunos productos cada vez más sofisticados y opacos, así como la existencia de los paraísos fiscales. En definitiva, la resistencia del capital financiero a que se limite su margen de maniobra y su capacidad para lograrlo, contribuye a seguir impulsando la ingeniería financiera, la conexión entre los distintos mercados, la penetración en nuevos países y los demás aspectos que caracterizan su vocación expansiva.

En esa medida, la propia lógica con que funcionan los mercados financieros impone sus criterios a otros mercados que se prestan a ser objeto

de transacciones de similar carácter y a reportar ganancias financieras. Es el caso de los inmuebles y de bienes primarios que se cotizan en los mercados de futuros, como ciertos alimentos, recursos energéticos y algunos metales (Toussaint y Millet, 2008). Y, por otro lado, las exigencias impuestas por los mercados financieros hacen que ciertos títulos de deuda emitidos por los gobiernos o por las empresas se sometan a condiciones cada vez más alejadas de lo que eran sus necesidades originarias, esto es, financiar los gastos presupuestarios y las inversiones productivas, respectivamente. Como resultado, se origina un doble proceso que a primera vista pudiera parecer contradictorio.

De una parte, se registra una autonomía creciente del capital financiero con respecto a la dinámica económica. Este proceso, a modo de “ensimismamiento” financiero, supone que la aplicación y obtención de beneficios en los mercados financieros alcanza una cierta independencia con relación a la actividad productiva. Las finanzas dejan de ejercer un papel funcional, al servicio de la inversión productiva, y adquieren una función sustantiva, convirtiéndose en una actividad final. Un ejemplo paradigmático de la creciente autonomía del capital financiero es el enorme crecimiento, netamente especulativo, de los mercados de derivados y de divisas. Sin embargo, esa autonomía del capital financiero sólo se mantiene durante determinados períodos de tiempo, ya que indefectiblemente, ese despegue de las condiciones productivas acaba con el estallido recurrente de las burbujas especulativas. De ese modo, las crisis financieras evidencian que la valoración de mercado de los activos financieros es irreal y que, tomándola como soporte, los inversores financieros habían incurrido en unas deudas a las que después no pueden responder. Entonces, los valores y los beneficios se desvanecen como si de humo se tratara, lo cual permite constatar que su naturaleza era, en cierta medida, ficticia (Husson 2008a y 2008b y Álvarez Peralta y Medialdea, 2009). Como evidencian Reinhart y Rogoff (2011: 180-181) a partir de una ingente base de datos, se observa una “asombrosa correlación” entre una mayor libre movilidad de capitales y la incidencia de crisis bancarias. Tal es así que la probabilidad de este tipo de crisis es paradójicamente similar en economías desarrolladas y subdesarrolladas.

Por otra parte, de forma simultánea, el funcionamiento financiero se impone al conjunto de los restantes ámbitos de la economía: el capital financiero influye de forma creciente en la actividad económica general. Como dijimos, las finanzas diluyen el ejercicio de su función principal, de intermediación entre el ahorro y la inversión productiva. Pero no porque pasen a ejercer un papel neutral o indiferente sino, al contrario, porque alteran sustancialmente el funcionamiento global de la economía y lo supeditan a sus propios intereses. Nos referimos así a la “financiarización de la actividad económica”, que determina una transformación muy importante de las economías a las que afecta. Lo vemos a continuación.

5. LA FINANCIARIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

5.1. ESTRATEGIAS EMPRESARIALES: PRIMACÍA DE LA SOBERANÍA ACCIONARIAL

La financiarización altera las estrategias de las empresas no financieras porque modifica tanto los objetivos de los propietarios del capital como su capacidad para imponerlos¹⁷. La empresa pasa a ser entendida como una cartera de inversiones constituida por activos divisibles y líquidos que son continuamente reorganizados, de forma que cada unidad maximice el valor de mercado de las acciones. Los agentes financieros despliegan eficazmente todos los mecanismos disponibles con el fin de obtener la máxima rentabilidad para satisfacer así sus propias exigencias y las de sus clientes. Pero las exigencias son ilimitadas: una rentabilidad del 20% es insuficiente si es posible obtener siquiera una centésima superior. Esta presión, que los accionistas ejercen sobre sus gestores financieros, es transferida a su vez a las empresas no financieras, mediante la extensión de nuevos métodos de valoración de la gestión empresarial (como el EVA, el MVA o el ROE)¹⁸, las fórmulas que vinculan la remuneración de los gestores con la evolución bursátil de sus acciones (como las *stock options*)¹⁹ y los “castigos” que se imponen mediante el denominado mercado de control (Orléan 1999; y Aglietta y Rebériux 2004). Así, los gestores de las empresas asumen la maximización del valor accionario como objetivo prioritario, bien por la presión de los propietarios (accionistas), bien porque ellos mismos son accionistas y pretenden aumentar su paquete de participación, o bien porque la elevación de sus remuneraciones está asociada a esos mismos objetivos (Crotty 2005: 88 y 91-94; y Palley 2007: 14). Es lo que la literatura especializada denomina “soberanía accionarial” (Froud *et al.*, 2000 y Aglietta y Reberieux, 2004).

Como resultado, las estrategias empresariales adoptan lo que se denomina *corporate governance*, una serie de medidas orientadas a maximizar el valor de mercado de las acciones mediante el recorte del capital empleado (Lazonick y O’Sullivan, 2000; Froud *et al.*, 2000 y 2001; Williams, 2000; Crotty, 2005; Cioffi y Höpner, 2006, Álvarez Peralta, 2007 y Álvarez Peralta y Medialdea, 2008)²⁰. Entre estas medidas destacan: fusiones y adquisiciones, externalizaciones, subcontrataciones, despidos masivos, concentración de la actividad en los segmentos más rentables, abandono de la diversificación

¹⁷ Froud *et al.* (2001: 272-279) sistematizan una amplia gama de trabajos que relacionan el poder de los accionistas sobre la gestión empresarial y las distintas acepciones de financiarización. A lo largo de este apartado se referencian trabajos posteriores sobre la misma materia.

¹⁸ Siglas de *Economic Value Added* (valor económico agregado), *Market Value Added* (valor de mercado agregado) y *Return On Equity* (retorno sobre el capital).

¹⁹ La retribución por *stock options*, o con derechos de compra sobre acciones, pasa de constituir el 22% de los ingresos de los *top 100* directivos estadounidenses en 1979 al 63% entre 1995 y 1999 (Crotty 2005: 93).

²⁰ Son muy escasos los trabajos que analizan el fenómeno de financiarización de estrategias empresariales para el caso de “economía emergentes”, por lo que merece la pena destacar el estudio de Demir (2009).

productiva, simplificación de la estructura organizativa, etcétera²¹. La reducción del capital social es también la consigna de la nueva estrategia financiera; se eleva el rendimiento de las acciones recurriendo al endeudamiento para comprar y, con ello, reducir los fondos propios²². Dicho apalancamiento se utiliza con varios propósitos: en unos casos para comprar acciones propias tratando de incrementar su valor y satisfacer las exigencias de rendimiento financiero, o bien para evitar que esas acciones sean adquiridas por una corporación rival y pueda lanzar una opción de compra hostil; y en otras ocasiones el apalancamiento se realiza para acometer nuevas inversiones financieras rentables a corto plazo. En síntesis, se transita de una estrategia empresarial basada en retener y reinvertir (*retain and reinvest*) a otra de reducir el tamaño y repartir (*downsize and distribute*) (Lazonick y O'Sullivan, 2000).

De esta forma, la relación entre las empresas no financieras y el ámbito financiero se modifica. Por un lado, los recursos empresariales que fluyen hacia los mercados financieros se incrementan. Varios estudios estiman este drenaje constatando su crecimiento desde los años ochenta y diferenciando una primera fase en la que la transferencia se realiza fundamentalmente mediante el pago de intereses y una segunda, en los noventa, donde predomina el pago de dividendos (Crotty, 2005: 95-100 y Duménil y Lévy, 2005: 25-29). Orhangazi (2007) calcula el total de los pagos financieros sobre el beneficio de las grandes corporaciones estadounidenses: la proporción se mantiene en torno al 40% entre 1950 y finales de los años setenta y se eleva posteriormente hasta el 100% a partir de los primeros noventa. Por su parte, Crotty (2005: 95-100) plantea que el mercado de acciones también alimenta este drenaje, debido a que las empresas compran más acciones de las que emiten²³.

Paralelamente se registra un segundo proceso: dado que la rentabilidad financiera supera ampliamente a la obtenida en el ámbito productivo, las empresas que están en condiciones de hacerlo entran en el negocio financiero y obtienen de él cada vez más ingresos. Este fenómeno supone la reorientación parcial de la actividad de muchas empresas y el desvío de una parte de los recursos que podrían destinar a nuevas inversiones productivas. Este es otro rasgo fundamental de la supeditación empresarial al funcionamiento financiero²⁴. Las evidencias empíricas son contundentes. Según Crotty (2005: 104-106), en Estados Unidos el peso relativo de los activos financieros sobre los físicos en los balances de las empresas no financieras crece muy lentamente hasta 1984 y

²¹ Otros factores, además de la financiarización, confluyen en la proliferación de estas medidas.

²² *Leveraged by outs* (compras con apalancamiento), *managements by outs* (compras por parte de los directivos) y *share buy backs* (compra por parte de los propios accionistas), son las prácticas financieras más utilizadas.

²³ Que la bolsa absorbe recursos empresariales en lugar de proporcionarlos se confirma con otros estudios: Serfati (2003), Palley (2007: 15-16) y Stockhammer (2007). Hay que considerar, no obstante, que aunque las empresas compran acciones propias, también compran acciones de otras empresas que les rinden dividendos y plusvalías, por lo que el efecto neto de ese "drenaje" tendría que ser estimado.

²⁴ Autores como Crotty y Husson defienden que es este fenómeno, más que la "punción" o "drenaje", lo que caracteriza la "financiarización empresarial".

se dispara desde entonces hasta la actualidad, pasando del 45,6% de entonces a superar el 100% a partir de 2009²⁵. Es decir, se difumina así la distinción entre corporaciones financieras y no financieras al registrar estas últimas ya un mayor peso relativo de los activos financieros frente a los tangibles²⁶. Orhangazi (2007: 8-9 y 44) obtiene resultados similares sobre la financiarización del activo y mide su magnitud también en términos de ingresos: el peso de los ingresos financieros sobre los fondos propios pasa de un nivel inferior al 30% a en torno al 50%, aunque en este caso medido hasta 2003.

La creciente participación de las empresas “no financieras” en el negocio financiero hace que se difumine la delimitación entra el capital productivo y el financiero, lo que afecta directamente a la dinámica económica porque altera las decisiones sobre la inversión empresarial. Así, se comprueba que para el conjunto del tejido productivo existe una relación negativa entre el grado de financiarización de las empresas y sus gastos de inversión²⁷. Es por lo que algunos autores, como Krippner (2005:174) definen la financiarización como un “modelo de acumulación en el cual los beneficios surgen fundamentalmente a través de vía financiera, más que mediante la producción o el comercio de mercancías”. Esto contribuiría a explicar que el comportamiento de la tasa de rentabilidad y, más en particular, su recuperación a partir de mediados de los años ochenta, no se traduzca en una activación de la dinámica inversora²⁸.

5.2. CONSUMO PRIVADO: PATRIMONIALIZACIÓN FINANCIERA VS. DETERIORO LABORAL

Hay una infinidad de estudios sobre el papel de las familias y el proceso de financiarización que relacionan la patrimonialización financiera de los hogares con el aumento del consumo gracias al “efecto riqueza” que proporcionan las rentas financieras y a las mayores posibilidades de endeudamiento bancario (Aglietta, 1998 y 2004; Dutt, 2006 y Bhaduri et ál, 2006). Con frecuencia, esos estudios incurren en exageraciones, bien porque asocian como perceptores de esas rentas financieras al conjunto de la población, bien porque ignoran las consecuencias de ese endeudamiento masivo, o bien porque vienen a celebrar un proceso en el que los salarios apenas crecen pero el incremento de la rentabilidad financiera podría tener un efecto neto positivo sobre el consumo familiar que lo compensara²⁹.

²⁵ 105,2% en 2009 y 100,4% en 2010 (porcentajes calculados a partir de datos del *Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States*, actualización publicada el 12 de marzo de 2012).

²⁶ Este fenómeno hace que categorías como las que se manejan en el gráfico 1, aunque útiles, no puedan considerarse absolutamente unívocas.

²⁷ Consultar Orhangazi (2007); Stockhammer (2007); Palley (2007); Husson (2008a); Hein (2008) y Dallery y van Treeck (2009).

²⁸ El caso estadounidense en los años noventa es una excepción muy significativa, que se explica por factores no generalizables ni, según se constata a partir de 2008, sostenibles en el tiempo. Por su parte, la inédita desconexión entre la rentabilidad y la dinámica inversora en los países desarrollados es analizada en varios trabajos. Husson (2008a y 2008c) lo comprueba para la “tríada”, Clévenot y Mazier (2005) para Francia, Krippner (2005) para EEUU y Stockhammer (2007) para Europa.

²⁹ El consumo familiar se independizaría así de los salarios, lo que convertiría a muchas familias trabajadoras en “capitalistas”. Es el supuesto “advenimiento de la propiedad social del capital” (Aglietta, 1998: 41).

Otros trabajos introducen matices que ayudan a enfocar mejor la relación entre las variables mencionadas. Según Plihon (2004), si bien la proporción de familias accionistas se ha incrementado, pasando entre 1989 y 2001 de un 13,9% a un 29,8% en Francia y de un 31,6% a un 43,3% en EEUU, esas proporciones distan de indicar que el consumo de los trabajadores dependa de la evolución bursátil: en Francia sólo un 2,7% de la bolsa de París se encuentra en manos de familias trabajadoras. Froud *et al.* (2001: 282-284) concentran su análisis en EEUU y Reino Unido, donde el grado de patrimonialización financiera familiar es más elevado, y concluyen que los efectos riqueza derivados sólo amplían el consumo de forma sostenida en los quintiles de renta más elevada. Además, la dimensión anglosajona del proceso no parece extrapolable a otras economías: como señala Stockhammer (2007: 8-12), el efecto riqueza tiene un alcance más moderado en el viejo continente donde, de hecho, el consumo privado dista de haberse convertido en un componente dinámico de la demanda⁵⁰.

Por tanto, no tiene sentido identificar de forma homogénea al conjunto de la población con la percepción de rentas financieras, sino que éstas se concentran sobre todo en los estratos de rentas más altos, incorporando a otros segmentos sociales pero en proporciones decrecientes. Y lo mismo sucede con la capacidad de consumo, ya que ésta depende en primer lugar de las rentas obtenidas y, en segundo lugar, de las posibilidades de endeudamiento que avalan esas rentas. De ese modo, quienes reciben más rentas pueden obtener más créditos que utilizan para consumir más y para invertir en activos financieros estableciéndose una interrelación creciente entre esas variables. También las capas medias y segmentos de asalariados pueden obtener más créditos a partir de sus rentas (regulares y financieras), e incluso familias con ingresos precarios tienen oportunidad de aumentar el consumo a través de préstamos bancarios a bajos tipos de interés con los que pueden tener un consumo superior a sus reducidos salarios.

Sin embargo, esa espiral de endeudamiento se frena conforme los tipos de interés tienden a elevarse al cabo de los años. Y, peor aún, esa espiral quiebra cuando estallan las burbujas financieras que sostenían la facilidad para endeudarse, tal como se evidencia desde 2007. En ese momento, quienes tienen patrimonios financieros (de distinta magnitud), ven cómo éste se reduce porque sus activos valen mucho menos que antes, y todos cuantos se han endeudado deben afrontar sus deudas (que no menguan, ni desaparecen) en peores condiciones que antes. En esas nuevas condiciones el consumo se desacelera y muestra de forma nítida las bases financiarizadas en las que se había basado su anterior dinamismo.

En suma, el efecto expansivo de la patrimonialización financiera sobre el consumo de la mayoría de las familias es limitado en tres sentidos: socialmente afecta principalmente a los grupos de mayores rentas; espacialmente se

⁵⁰ Según Stockhammer (2007: 10-11) desde 1980 hasta los primeros años del siglo XX la participación del consumo privado sobre la renta en la UE-15 desciende 4 puntos porcentuales.

concreta sobre todo en determinados países; y temporalmente, porque no puede prolongarse *ad infinitum*, sino que concluye cuando estallan las crisis financieras que, además, originan una situación bastante problemática debido al fuerte endeudamiento generado. El caso del estallido de burbujas inmobiliarias importantes en los últimos años, tanto en EEUU como en ciertos países europeos, es ilustrativo de esta última limitación.

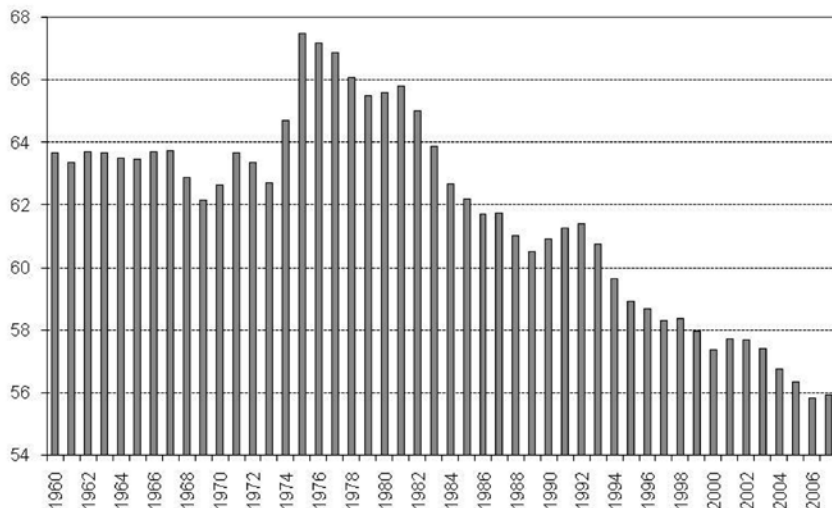
Cuando la ficción se desvanece se descubre lo que era una evidencia durante el propio proceso: la gran mayoría de los trabajadores no mejoran sus ingresos cuando la economía crece desde bases financiarizadas, y en determinados segmentos los salarios caen³¹. Por eso algunos autores identifican el salario como variable de ajuste de la financiarización, en la medida en que con ésta se cambia la relación de fuerzas en la pugna distributiva capital-trabajo, en contra del segundo. Así, el retroceso de los salarios en el reparto de la renta nacional en décadas de expansión de la financiarización es evidente. Según recoge el gráfico 4, en los países de la OCDE el proceso ha sido fulminante: entre 1975 y 2000 la masa salarial pierde diez puntos porcentuales de participación en el PIB, descendiendo del 67,5% al 57,4%. En los últimos años continúa este retroceso, por lo que en 2007 ya representaba el 55,9% del PIB. Lamentablemente, AMECO ha dejado de proporcionar datos agregados al respecto. En todo caso, observando las principales economías desde 2007 a la actualidad, se comprueba que tal tendencia se mantiene: La eurozona pasa de un porcentaje de 58,1% en 2009 a 57,2% en 2011. Para ese mismo período, el peso relativo de la masa salarial sobre el PIB en Suecia pasa del 58,4% al 56,6%; en Reino Unido, de 64,8% a 63,6%; de 66,2% a 57% en Corea del Sur; y de 60,6% hasta un 59,1% en EEUU. En Japón sube levemente en 2011 con respecto a 2009, pero es un efecto derivado de la caída del PIB tras el tsunami de ese año, y AMECO prevé un retroceso a partir de 2012³². En todo caso, hay que aclarar que el breve cambio de tendencia que pudiera apreciarse a partir de 2007 en algunos países se ve más afectado por causas matemáticas que estructurales: derivado de la crisis, el PIB se redujo con más intensidad que la masa salarial.

³¹ Los análisis sobre el retroceso salarial en países desarrollados son abundantes. Recomendamos Husson (2008a y 2008c) para Francia y EEUU; Boyer (1998, 2000 y 2001), Álvarez Peralta y Medialdea (2005) y Stockhammer (2007) para los países europeos; y Álvarez Peralta y Buendía (2009) para EEUU.

³² Las tasas son 60,7% en 2009, 61% en 2011 y 60,6% previsto para 2012.



GRÁFICO 4. PARTICIPACIÓN DE LA MASA SALARIAL EN LA OCDE: 1960-2007 (% PIB)



Fuente: AMECO. Compensación por empleado como porcentaje del PIB por empleado a precios de mercado.

Además, el retroceso relativo de los ingresos de la mayor parte de los trabajadores es más intenso de lo que indica la evolución de la participación salarial en el PIB, debido a que durante estos años también se agudiza la polarización dentro de éstos. Tomando como evidencia el caso estadounidense, los datos muestran que, aunque la evolución de los salarios agregados parece contradecir la tendencia de retroceso laboral analizada, los cálculos de Dew-Becker y Gordon (2005: 76) sí confirman esa tendencia cuando se excluyen los salarios del quintil superior de población. En ese caso, los datos ratifican que ha existido un retroceso salarial en la renta equivalente al europeo⁵³.

En definitiva, la pauta distributiva asociada a la lógica financiarizada impone un retroceso muy notable y generalizado de la masa salarial en la renta nacional, y por tanto, del elemento que determina en primera instancia la capacidad de compra de la mayoría de la población⁵⁴. Las familias trabajadoras que han podido incrementar su consumo más allá de sus salarios lo han hecho incurriendo en deudas cuya calidad queda de manifiesto cuando estallan crisis financieras. Y otro tanto sucede con estratos sociales intermedios, poseedores de pequeñas cantidades de activos financieros que les sirven para endeudarse en una escala mayor.

⁵³ Según sus cálculos, la parte de la renta de la que se apropia el 1% de población con mayores ingresos salariales pasa del 4,4% al 8% entre 1980 y 2005, mientras que el quintil superior escala del 3,6% al 5,3%.

⁵⁴ Un análisis completo del impacto del ajuste neoliberal sobre el salario puede encontrarse en Sanabria (2007: 36-38, y 2009).

5.3. EL ESTADO: IMPULSOR Y VÍCTIMA DE LA FINANCIARIZACIÓN

Aunque hasta ahora ha recibido menos atención por parte de la literatura especializada, el Estado juega un papel crucial en la dinámica económica financiarizada, tanto porque la actividad presupuestaria de los gobiernos (ingresos y gastos) se ve sometida a los imperativos de los mercados financieros, como porque el Estado ejerce una función central en la generación de las condiciones que hacen emerger y consolidan la financiarización.

Este segundo aspecto, que por lo general se plantea de forma implícita, resulta de gran importancia. Por ello encontramos muy acertado el enfoque de Palley (2007: 11-19), según el cual la financiarización altera la dinámica económica mediante el funcionamiento de los mercados financieros, el comportamiento de las empresas no financieras y la política económica. Este autor señala explícitamente que el mecanismo estatal (la política económica) es particularmente importante, debido a que incide sobre los otros dos, retroalimentando así la financiarización.

En efecto, según planteamos en el apartado inicial, el Estado juega un papel central en las transformaciones del ámbito financiero que devienen en la financiarización de la actividad económica. Además de ser el creador directo de algunos activos y mercados, es quien promueve y aplica el programa neoliberal. Procesos como la liberalización y la apertura financiera de las economías, la instauración de un régimen monetario favorable al capital financiero, la privatización de bancos, la aplicación de una fiscalidad y una legislación que estimulan la financiarización del ahorro y el deterioro de las coberturas sociales públicas, como los sistemas de pensiones, que son básicos en la génesis de la financiarización; todos ellos son producto directo de la intervención (o de la inhibición) estatal.

Simultáneamente, esos elementos favorables a la financiarización que los gobiernos promueven, restringen su propia capacidad de actuación, gestándose una elevada dependencia con respecto a los mercados financieros. Esto se debe, en primer lugar, a que esos mercados se convierten en una fuente de financiación muy importante para ellos. A la renuncia a un mayor uso de la vía tributaria como vía de financiación pública, unida a la privatización del sector bancario, se le suma el supuesto de independencia del Banco Central, por el que éste tiene prohibido legalmente financiar directamente a los Estados. Así lo fijan tanto los estatutos de la Reserva Federal estadounidense (sección 14 del Federal Reserve Act) como, para el caso europeo, los estatutos del BCE (artículo 21.1) además del Tratado de Lisboa (art. 123). En realidad, en ambos casos existe la posibilidad legal de revertir esa situación, pues estas instituciones están bajo mandato del Congreso y del Consejo Europeo respectivamente. Pero estos ceden poderes a la autoridad monetaria, que tiene como objetivo prioritario el control de la inflación (reivindicación histórica del capital financiero), si bien en el caso de la *Fed* se incluye a su vez formalmente el objetivo de pleno empleo. Como resultado, los Estados pierden gran parte de su autonomía financiera, presentando una dependencia muy elevada

respecto a los mercados financieros privados. A esto hay que añadir que el volumen y las condiciones de la financiación que recibe el sector privado también dependen, en gran medida, de la actuación estatal.

En segundo lugar, la lógica financiarizada restringe la capacidad de actuación estatal porque los mercados financieros, o más bien el capital en ellos invertido, imponen restricciones que afectan de forma crucial a la política económica (Boyer, 1998; Plihon, 2004 y Palley, 2007). En particular, el grado de desequilibrio de las cuentas públicas es uno de los parámetros básicos que esos mercados valoran como indicador de la “confianza” que les ofrece una economía, por lo que se convierte en una preocupación central para los gobiernos. Así, la política presupuestaria queda sometida a estrictas limitaciones para que los gobiernos efectúen los gastos que requieren las necesidades económicas y sociales en cada país, y también para que apliquen los sistemas de impuestos que crean más convenientes. Al contrario, sin esa autonomía, los gobiernos establecen sus medidas conforme a criterios dictados por los intereses financieros. De ese modo, además, la política fiscal deja de ejercer su papel anticíclico y funciona, *de facto*, cíclicamente, y esas rigurosas limitaciones se combinan con la aplicación de reglas monetarias no menos estrictas al servicio de la estabilidad de precios (de nuevo el caso de la UE resulta ejemplar). La gestión monetaria ya no busca un equilibrio entre inflación y desempleo que garantice el crecimiento, sino que se somete a la sanción que imponen los mercados financieros. El exponente máximo de la pérdida de soberanía monetaria es la independencia de los bancos centrales. Como colofón, cabría decir que, tal vez, el caso extremo de cesión de soberanía a favor de la lógica impuesta por las finanzas es la inexistencia, en el grueso de los países del mundo, de una política cambiaria mínimamente efectiva o coordinada.

6. CONCLUSIÓN: LA DINÁMICA DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA FINANCIARIZADA Y SUS RESULTADOS

Los comportamientos de empresas, familias y gobiernos, supeditados a la lógica de la financiarización, interaccionan y modifican la dinámica económica de los países, de manera que el conjunto de las actividades económicas se somete a los criterios impuestos por los mercados financieros³⁵. Así entendida, la financiarización de la economía es un proceso que se origina en los países anglosajones y se extiende, con intensidad variable, al resto de países desarrollados y a ciertos países subdesarrollados que, con sus particularidades, también sucumben a ese funcionamiento (Medialdea, 2010)³⁶.

³⁵ Planteamientos que, como el nuestro, también conectan las distintas dimensiones de la financiarización de la actividad económica se encuentran en Bruno (2005 y 2007a) y Stockhammer (2007). También es interesante, aunque no lo compartimos, el enfoque de Boyer (2000).

³⁶ Algunos autores reservan el concepto de financiarización para referirse a este fenómeno. También hay otros que comparten esta perspectiva pero no utilizan el término de financiarización: los más

La financiarización genera una serie de obstáculos que perjudican la expansión de los componentes fundamentales de la demanda: la creciente participación de empresas no financieras en el negocio financiero desvía recursos empresariales de los proyectos de inversión; el incremento del patrimonio financiero de ciertas familias, y en general el mayor acceso al endeudamiento, no permite un crecimiento generalizado y/o sostenido en el tiempo del consumo privado; por último, el margen de maniobra estatal para acometer gastos es muy estrecho.

La pauta distributiva asociada a las medidas neoliberales ya es de por sí regresiva, pero se ve adicionalmente alimentada por dos frentes: las estrategias empresariales financiarizadas utilizan el salario y las condiciones laborales como variable de ajuste³⁷, mientras que la política económica al servicio del capital financiero perjudica especialmente a las familias de menores ingresos. Como consecuencia, la distribución de la renta se polariza: las familias con mayor patrimonio e ingresos mejoran su posición en el reparto de la renta nacional, y las familias trabajadoras la empeoran.

En definitiva, la financiarización de la actividad económica resulta en una profunda recomposición social a favor de la facción financiera del capital. Por un lado, según se deduce de lo abordado en el apartado referido a las familias, se registra un notable retroceso de la capacidad económica y política del trabajo frente a la del capital. Simultáneamente, se produce una recomposición interna dentro de las facciones que componen la clase capitalista, a favor de su componente financiera. Los estudios que analizan la distribución de los ingresos capitalistas así lo confirman. Por ejemplo, Palley (2007: 6-11) comprueba cómo en EEUU, además de un avance de los ingresos capitalistas frente a los del trabajo, se produce también un notable avance del capital financiero frente al industrial. La evolución de los intereses frente a la de los beneficios empresariales, o el ensanchamiento de la diferencia entre los beneficios de empresas financieras y no financieras, corroboran este fenómeno³⁸. También destaca el estudio empírico de Abrena *et al.* (2003) sobre la evolución de la renta financiera sobre el PNB³⁹. Incluyendo tanto los beneficios obtenidos por las empresas financieras, como los intereses que obtiene el sector privado no financiero, los resultados son muy claros: aunque existe cierta variedad nacional, la tendencia general es de un importante aumento de la renta financiera. En suma, tanto el retroceso económico y político de los trabajadores frente al

próximos a la escuela de la regulación prefieren “capitalismo patrimonial”, Boyer acuña “régimen de acumulación dirigido por las finanzas” y Stockhammer utiliza indistintamente “financiarización” y “régimen de acumulación dominado por las finanzas”. Para una crítica al concepto mismo de financiarización puede verse Astarita (2008) y Mateo Tomé (2010).

³⁷ Lo cual no quiere decir que no haya otros factores importantes que confluyen en el retroceso salarial registrado durante este período.

³⁸ Análisis empíricos similares en Duménil y Lévy (2000 y 2004) y Crotty (2005).

³⁹ Este trabajo abarca una muestra de 29 países de la OCDE con datos para 1960-2000. También aporta reflexiones metodológicas interesantes sobre lo que denominan renta financiera o ingreso rentista.

capital, como la hegemonía de la facción financiera dentro de éste, son rasgos definitorios de la dinámica económica financiarizada. Como explica Martínez González-Tablas (2007: 337): “(...) como cualquier capital que se precie de ejercer su función, la financiarización favorece la creación de excedente a costa del trabajo, pero en el reparto de excedente privilegia al capital ficticio a costa del capital productivo, distorsionando el funcionamiento del SEC [Sistema Económico Capitalista] e, indirectamente, perjudicando al trabajo”. La pertinaz crisis actual, iniciada en aquellos “sofisticados” mercados financieros, es triste (y contundente) prueba de ello.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abrena, M.; Epstein, G. y Power, D. (2003): *Trends in the Rentier Income Share in OECD Countries, 1960-2000*, PERI. Working Paper, n° 58, Amherst.
- Abrena, M.; Epstein, G. y Jayadev, A. (2007): *The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries*, PERI. Working Paper, n° 123, Amherst.
- Aglietta, M. (1998): *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint-Simon, 10, París.
- Aglietta, A. (2001a): *Macroeconomie financiere, Finance, croissance et cycles (volumen I)*, La Decouverte. París.
- Aglietta, M. (2001b): *Macroeconomie financiere, Crises financieres et regulation monetaire (volumen II)*, La Decouverte, París.
- Aglietta, M. y Reberieux, A. (2004): *Derives du capitalisme financier*, Albin Michel, París.
- Álvarez Peralta, N. y Medialdea, B. (2005): “Ajuste neoliberal y pobreza salarial: los *working poor* en la UE”. *Viento Sur*, 82, 56-64.
- Álvarez Peralta, N. (2007): *Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980 y 2006*. Trabajo de Investigación-DEA, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.
- Álvarez Peralta, N. y Medialdea, B. (2008): *Liberalización financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa*. ICEI. Working Paper n° 07/08. Madrid.
- Álvarez Peralta, N. y Buendía, L. (2009): “El ajuste salarial en EEUU en 1980-2007: ¿la excepción norteamericana?”, en Álvarez Peralta *et al.*: *Ajuste y Salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, 195-232. Fondo de Cultura Económica, Madrid.
- Álvarez Peralta, N. y Medialdea, B. (2009): “Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas”. *Viento Sur*, 100, 21-32.
- Astarita, R. (2008): “Crítica de la tesis de la financiarización”, Documento de trabajo. Disponible en www.rolandoastarita.com/doc.html
- Banco de Pagos Internacionales, BIS (varios años): *OTC Derivatives Market Activity*, Monetary and Economic Department, BIS, Basilea.

- Bhaduri, A., Laski, K. y Riese, M. (2006): "A Model of Interaction between the Virtual and the Real Economy", *Metroeconomica*, 57, 412-427.
- Bhagwati, J.N. (1998): "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars". *Foreign Affairs*, 77, mayo-junio, 1998, 7-12.
- Boyer, R. (1998): *Le politique a l'ère de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches regulationnistes*, CEPREMAP, París.
- Boyer, R. (2000): "Is a Financial-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis", *Economy and Society*, 29(1), febrero de 2000.
- Boyer, R. (2001): *Du rapport salarial fordiste a la diversite des relations salariales*, CEPREMAP, Working Papers (Couverture Orange), n° 0114. París.
- Bresser-Pereira, L.C. (2010) "The Global Financial Crisis and a New Capitalism?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 32(4), 499-534.
- Bruno, M. (2005): *Croissance Économique, Changements Estructurels et Distribution: les transformation du régime d'accumulation au Brésil - une analyse régulationniste*, Tesis Doctoral, EHESS-IE/UFRJ, París / Río de Janeiro.
- Bruno, M. (2007): "Financiarisation et Accumulation du Capital Productif au Brésil". *Revue Tiers Monde*, 189, enero-marzo de 2007, 65-92.
- Bustelo, P. (2007): "Progreso y alcance de la globalización financiera: Un análisis empírico del periodo 1986-2004". *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, 2.922 (octubre), 19-32.
- Chesnais, F. y Plihon, D. (2003): *Las trampas de las finanzas mundiales: diagnósticos y remedios*, Akal, Madrid.
- Cioffi, J.W. y Höpner, M. (2006): "The Political Paradox of Finance Capitalism: Interest, Preferences, and Center-Left Party Politics in Corporate Governance Reform", *Politics & Society*, 34(4), diciembre de 2006, 463-502.
- Clévenot, M. y Mazier, J. (2005): *Investment and Rate of Profit in a Financial Context: The French Case*, University Paris-Nord, UMR n° 7115, París.
- Crotty, J. (2000): *Structural Contradictions of the Global Neoliberal Regime*. Ponencia presentada en el congreso "Neoliberalism: Theory and Practice," organizado por *Union for Radical Political Economics* y *Allied Social Science Association* en Boston, 7-9 de enero.
- Crotty, J. (2005): "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and «Modern» Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era", en Epstein, Gerald A. (Ed.): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar. Cheltenham, 77-110.
- Dallery, T. y van Treeck, T. (2009): "Objetivos empresariales, regímenes de crecimiento macroeconómico y finanzas", *Ekonomiaz*, 72 (tercer trimestre), 141-161.
- Demir, F. (2009): "Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sector in Emerging Markets", *Journal of Development Economics*, 88(2), 314-324.

- Dew-Becker, I. y Gordon, R.J. (2005): *Where Did the Productivity Growth Go? Inflation Dynamics and the Distribution of Income*. Ponencia presentada en el 81º Encuentro de *Brookings Panel on Economic Activity*, en Washington, 8-9 de septiembre.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2000): *Crise et sortie de crise: ordre et désordres néolibéraux*, Presses Universitaires de France, París.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2004): *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, Harvard University Press, Cambridge.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2005): "Costs and Benefits of Capitalism: A Class Analysis", en Epstein, Gerald A. (Ed.): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, 17-45.
- Dutt, A.K. (2006): "Maturity, Stagnation and Consumer Debt: A Stendian Approach". *Metroeconomica*, 57, 339-364.
- Eichengreen, B. (2009): "Orígenes y respuestas a la crisis" en *Claves de la Economía Mundial 09*, ICEX-ICEI. Madrid, 16-23
- Epstein, G.A. (Ed.) (2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Fondo Monetario Internacional, FMI (2011): *Global Financial Statistical Report. Grappling with Crises Legacies*. FMI, Washington DC (septiembre).
- Foster, J.B. (2010): "The Financialization of Accumulation", *Monthly Review*, 62(5).
- Froud, J.; Haslam, C.; Johal, S. y Williams, K. (2000): "Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves". *Economy and Society*, 29(1) (febrero), 80-110.
- Froud, J.; Haslam, C.; Johal, S. y Williams, K. (2001): "Financialisation and the Coupon Pool", *Gestão & Produção*, 8(3), (diciembre), 271-288.
- Galbraith, J.K. (2011): *Breve historia de la euphoria financiera*, (1ª Edición de 1990), Ariel, Barcelona.
- García Fernández-Muro, C. (2002): *Entradas de capital, gestión macroeconómica y crisis financieras en economías emergentes: Tailandia, Malasia e Indonesia, (1987-1997)*, Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.
- Hein, E. (2008): *Shareholder Value Orientation, Distribution and Growth-short and Medium-run Effects in a Kaleckian Model*, Vienna University of Economics & B.A. Department of Economics Working Paper Series, nº 120 (marzo).
- Hilferding, R. (1973): *El Capital Financiero*. (1ª Edición de 1910), Tecnos, Madrid.
- Hobson, J.A. (1981): *Estudio del Imperialismo*. (1ª Edición de 1902). Alianza. Madrid.
- Husson, M. (2008a): *Le capitalisme toxique*, IRES, París.
- Husson, M. (2008b): *Un pur capitalisme*, Page Deux, Lausanne.
- Husson, M. (2008c): *La subida tendencial de la tasa de explotación*. Publicado en la web de *Viento Sur*, documento - 249 (junio).
<http://www.vientosur.info/documentos/Husson.pdf>.

- Jeffers, E. y Plihon, D. (2001): "Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises", *Revue d'Economie Financière*, 63.
- Krippner, G.R. (2005): "The Financialization of the American economy". *Socio-Economic Review*, 3 (mayo), 173-208.
- Lapavistas, C. (2010): *Financialisation and capitalist accumulation: structural accounts of the crisis of 2007-09*, Discussion Paper Series, nº 16, Research on Money and Finance.
- Lazonick, W. y O'Sullivan, M. (2000): "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance", *Economy and Society*, 29(1) (febrero).
- Lenin, V.I. (1974): *El imperialismo, fase superior del capitalismo*. (1ª Edición de 1902), Fundamentos, Madrid.
- Magdoff, H. y Sweezy, P.M. (1972): *The Dynamics of US Capitalism*, Monthly Review Press, Nueva York.
- Mandel, E. (1972): *El Capitalismo Tardío*. Ediciones Era, Ciudad de México.
- Martínez González-Tablas, A. y Medialdea, B. (2001): "Reflexión crítica sobre la globalización financiera". *Economiaz*, 48, 58-91.
- Martínez González-Tablas, A. (2007): *Economía política mundial. T. I, Las Fuerzas Estructurantes*. Ariel, Barcelona.
- Mateo Tomé, J.P. (2010): "Crítica de la tesis de la financiarización como teoría de la crisis. Un intento de caracterización teórica (borrador de discusión)", comunicación presentada en las XII Jornadas de Economía Crítica, Zaragoza (febrero). Documento disponible en: <http://www.ucm.es/info/ec/jec12/index.htm>
- Medialdea, B. (2010): *Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña*, Madrid, Tesis Doctoral en la UCM.
- Mishkin, F.S. (2001): Marco de análisis, hechos e implicaciones de la inestabilidad financiera mundial, *EKONOMIAZ*, nº 48, 12-37.
- Olivé, I. (2004): *Globalización Financiera y Crisis en Economías Emergentes: análisis teórico y estudio de los casos de México (1994) y Corea del Sur (1997)*, Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.
- Onaran, O. (2004): "Life After Crisis for Labor and Capital and the Era of Neoliberal Globalization", Vienna University of Economics and Business Administration, Research Group Growth and Employment in Europe.
- Orhangazi, O. (2007): *Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: a Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003*, PERI, Working Paper nº 149, Amherst (octubre).
- Orléan, A. (1999): *Le Pouvoir de la Finance*, Odile Jacob, París.
- Palazuelos, E. (1990): *Dinámica capitalista y crisis actual: quiebra del modelo de acumulación de postguerra*, Akal, Madrid.
- Palazuelos, E. (1998): *La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*, Síntesis, Madrid.

- Palazuelos, E. (2011): "La economía de Estados Unidos sometida al dominio de las finanzas: vendrán tiempos peores", en Gómez, Pedro José (coord.): *Economía Política de la Crisis*. Editorial Complutense. Madrid, 117-144.
- Palley, T.I. (2007): *Financialization: What it is and Why it Matters*. The Center of Global Political Economy, University of Sussex, Working Paper n° 153 (noviembre), Sussex.
- Palley, T.I. (2009): "La macroeconomía de la financiarización: un enfoque de etapas del desarrollo", en *Ekonomiaz*, n° 72 (tercer trimestre), 35-53.
- Plihon, D. (2004): *Le nouveau capitalisme*, La Decouverte, París.
- Reinhart, C. y Rogoff, K.S. (2011): *Esta vez es distinto. Ocho siglos de necesidad financiera*, Fondo de Cultura Económica, Madrid.
- Sanabria, A. (2007): *Naturaleza salarial de los programas de ajuste estructural. Contrastación para el caso uruguayo. 1990-2005*. Trabajo de Investigación-DEA, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.
- Sanabria, A. (2009): "La naturaleza salarial del ajuste", en *Ajuste y salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*. FCE, Madrid.
- Serfati, C. (2003): "La dominación del capital financiero: qué consecuencias", en Chesnais, François y Plihon, Dominique: *Las trampas de las finanzas mundiales: diagnósticos y remedios*, Akal, Madrid, 59-73.
- Shaikh, A. (1990): *Valor, acumulación y crisis*. Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- Shaikh, A. (2000): "La onda larga de la economía mundial en la segunda mitad del siglo XX", en Guerrero, Diego y Arriola, Joaquín (Ed.): *Nueva Economía Política de la Globalización*, Ediciones de la Universidad del País Vasco, Bilbao.
- Stockhammer, E. (2004): "Financialisation and the Slowdown of Accumulation." *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741.
- Stockhammer, E. (2007): *Some Stylized facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime*. PERI. Working Paper n° 142 (julio), Amherst.
- Toussaint, E. y Millet, D. (2008): *Repaso de las causas de la crisis alimentaria mundial*, CADTM, Bruselas.
- Vara, M.J. y Palazuelos, E. (2010): "Flujos financieros internacionales", material para uso docente disponible en http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/varamira/2011%20grupo%2088/Tema8%20Finanzas%202011.pdf
- Vilariño, A. (2008): "La crisis financiera internacional de las hipotecas *subprime*", en ICEX-ICEI: *Claves de la Economía Mundial 2008*, ICEX, Madrid, 24-31.
- Vilariño, A. (2011): "Derivados", *Revista de Economía Crítica*, 11, Primer Semestre, 96-130.
- Williams, K. (2000): "From Shareholder Value to Present-Day Capitalism". *Economy and Society*, 29(1) (febrero), 1-12.