

La financiarización en España: ¿la emergencia de un nuevo modelo de acumulación?

Financialisation in Spain: The Emergence of a New Accumulation Model?

Matilde Massó y Manuel Pérez-Yruela

Palabras clave

Capitalismo

- Crisis económica
- Mercados financieros
- Política financiera
- Rentas empresariales
- Sector financiero

Key words

Capitalism

- Economic Crisis
- Financial Markets
- Financial Policy
- Business Income
- Financial Sector

Resumen

El concepto de financiarización está siendo ampliamente utilizado para describir ciertos cambios estructurales en las economías capitalistas avanzadas. En este artículo se examinan las principales aproximaciones a este concepto. A continuación se identifican, primero, las causas de la expansión financiera que se sintetizan en los procesos de innovación, liquidificación y desregulación; segundo, se analizan empíricamente para el caso español los indicadores de dicho proceso, relativos a la estructura del balance y de la cuenta de resultados de los principales actores económicos. Los resultados del análisis muestran una tendencia acorde con el conjunto de las economías capitalistas, en las cuales las ganancias de capital financiero aumentan no solamente cuando los beneficios netos de las empresas lo hacen sino también cuando se produce un desplome de los mismos en un contexto de grave crisis económica y altas tasas de desempleo.

Abstract

The concept of financialisation is being widely used to describe certain structural changes in advanced capitalist economies. The main approaches to this concept are discussed in this paper. Firstly, the causes of the financial expansion that are synthesised in innovation, liquidification and deregulation processes are identified; secondly, the indicators concerning these processes relative to the structure of the balance sheet and profit and loss account of the main economic actors are empirically analysed for the Spanish case. The results of the analysis show a trend consistent with all capitalist economies, in which financial capital gains increase not only when the net profits of companies rise, but also when they collapse in a context of severe economic crisis and high unemployment.

Cómo citar

Massó, Matilde y Pérez-Yruela, Manuel (2017). «La financiarización en España: ¿la emergencia de un nuevo modelo de acumulación?». *Revista Española de Investigaciones Sociológicas*, 157: 103-122.
(<http://dx.doi.org/10.5477/cis/reis.157.103>)

La versión en inglés de este artículo puede consultarse en <http://reis.cis.es>

Matilde Massó: Universidade da Coruña | m.massos@udc.es

Manuel Pérez-Yruela: Instituto de Estudios Sociales Avanzados/Consejo Superior de Investigaciones Científicas (IESA/CSIC) | mpyruela@iesa.csic.es

INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros han alcanzado una importancia sin precedentes en la economía mundial. Constituyen una pieza clave de la globalización económica y de los procesos de cambio que han afectado a las sociedades de mercado, como ya anticipara Bell (2006) hace treinta años, aunque identificó estos cambios con el término *postindustrialismo*.

La financiarización es el concepto que se ha utilizado con más frecuencia en las ciencias sociales para definir el creciente y significativo papel desempeñado por los sistemas financieros en las sociedades contemporáneas. La financiarización se refiere al cambio de un modelo de acumulación del capital que consiste en el paso de un capitalismo industrial a otro de tipo financiero (Ertuk *et al.*, 2008).

En este artículo nos hemos limitado a analizar el proceso de financiarización para el caso español a través de una serie de indicadores relativos a la estructura financiera de los distintos actores socioeconómicos y mediante el análisis del peso de los ingresos financieros en los resultados de las empresas no financieras.

La principal aportación de este artículo creemos que reside en el examen del proceso de financiarización para el caso español. Pretendemos así contribuir a introducir una línea de investigación poco desarrollada en España, como demuestra la escasez de estudios que aquí se han llevado a cabo sobre este tema.

La principal tesis del trabajo es que la economía española ha experimentado una creciente orientación hacia las actividades financieras, que se refleja tanto en el peso de los ingresos financieros en la cuenta de resultados de las empresas no financieras como en el modo de financiarse los distintos actores económicos, esto es, el Estado, los hogares y las empresas no financieras. No

obstante, consideramos que no hay evidencia suficiente para hablar de un nuevo modelo de acumulación de rentas de capital en España, convergente con el modelo de tradición liberal de Estados Unidos y el Reino Unido, aunque sí de una progresiva configuración de un modelo de financiarización, apoyada en un desarrollo financiero superior a la media europea.

La principal implicación teórica del análisis tiene que ver con el desgaste y la pérdida de centralidad de estructuras analíticas basadas en la centralidad del capital-trabajo (véase Ruesga, 2012). Ello no implica que las actividades financieras se hayan desligado de la actividad productiva, sino que la actividad productiva se ha vuelto crecientemente dependiente de las rentas financieras, bien como sustituto bien como complemento de las ganancias procedentes de actividades productivas de bienes y servicios no financieros. Un análisis más profundo de estos aspectos, así como de los efectos sociales de la financiarización, lo abordaremos en trabajos posteriores. En este sentido este artículo constituye un intento de delimitar el concepto de financiarización atendiendo a su naturaleza, evitando definir dicho proceso por sus consecuencias socioeconómicas, tales como la desigualdad o la precariedad laboral, y tratando de diferenciarlo del concepto de endeudamiento y crédito, cuyos altos niveles no necesariamente comportan el desarrollo de un proceso de financiarización.

En la primera parte del artículo se presenta una revisión de la literatura existente sobre la financiarización y se propone una delimitación conceptual del término. Seguidamente se presenta la identificación de indicadores empíricos del proceso de financiarización y el análisis estadístico basado en series temporales para el caso de España. En las conclusiones se resaltan las principales implicaciones teóricas relacionadas con el predominio de las actividades financieras como principal fuente de beneficio económico y

acceso a la financiación de las empresas y los Estados.

¿QUÉ ES LA FINANCIARIZACIÓN?

La noción de financiarización ha sido objeto de discusión en el campo de la sociología y la economía desde finales de la década de los noventa. El término ha traspasado incluso el ámbito académico y se ha incorporado con una cierta naturalidad en los discursos populares sobre la crisis (Alonso y Fernández, 2012).

Obviamente, la reciente crisis financiera ha impulsado el interés por analizar el impacto de los mercados financieros en la esfera social, política y económico-productiva. Sin embargo, no siempre este interés se ha acompañado de un esfuerzo por proporcionar una adecuada conceptualización del término financiarización (Engelen, 2008). Como se ha dicho, se trata de un concepto semejante al de globalización, «una palabra conveniente para un conjunto más o menos discreto de cambios estructurales en las economías del mundo industrializado» (Dore, 2008: 1097).

Siguiendo parcialmente a Natascha van der Zwan (2014) y Krippner (2005, 2011), las distintas definiciones del concepto pueden clasificarse en tres grandes perspectivas o enfoques, que analizan la expansión del poder financiero desde diferentes ópticas. Todas ellas tienen en común una concepción de las finanzas según la cual su función primordial ya no es la provisión de capital para la economía productiva, sino la creación de dinero como un fin en sí mismo, a través de intercambios puramente especulativos que se materializan a partir de la generación de deuda pública y privada. La financiarización hace referencia, por tanto, a la existencia de un sistema financiero cada vez más autónomo y separado de la economía productiva (Aalbers, 2008). La expansión de dicho sistema ha alterado, bien en parte o en su totalidad, la estructura de la producción capitalis-

ta de mercancías e incluso el funcionamiento de las sociedades democráticas (Harvey, 2007; Duménil y Lévy, 2014). A continuación se analiza cada uno de estos enfoques.

Un nuevo régimen de acumulación dominado por las finanzas

Esta perspectiva, afín a la teoría de la regulación (Aglietta, 1979; Grahl y Teague, 2000), considera la financiarización como un nuevo régimen de acumulación capitalista que emerge en respuesta al declive de la productividad a finales de la década de los años sesenta (Boyer, 2000; Jessop, 2013). Según Boyer, dicho régimen constituye una modelización de una serie de características que se presentan con más o menos intensidad según los países. De acuerdo con Jessop (2013), el modelo de acumulación dominado por las finanzas constituye una variedad de lo que el autor denomina los regímenes del postfordismo atlántico. Se trata de un modelo prospectivo que sustituirá potencialmente el régimen de acumulación fordista que emergió tras la Segunda Guerra Mundial y en el cual el sistema financiero ocuparía el lugar que previamente ocupaba el compromiso salarial y cuya fuerza impulsora constituye el neoliberalismo (Aglietta, 2000). Las características del nuevo régimen de acumulación serían las siguientes:

- Una nueva concepción de la gobernanza de la empresa basada en el poder del accionariado con efectos significativos en la relación de empleo.
- La emergencia de nuevos patrones de comportamiento financiero por parte de las familias.
- Una nueva concepción de la financiación de los Estados a través de los mercados y, consecuentemente, una nueva política fiscal y una mayor presión para racionalizar el gasto público.
- Una nueva concepción de la política monetaria orientada a garantizar la estabili-

dad de los mercados financieros antes que la estabilidad de los precios.

Este nuevo régimen de acumulación constituye un modelo emergente, que engloba una serie de tendencias de cambio comunes, profundamente ancladas en las estructuras económicas, y presentes, en mayor o menor medida, en el conjunto de las economías de mercado, y fundamentalmente en Estados Unidos y el Reino Unido (Aglietta, 2000).

La acentuación de los rasgos señalados por Boyer en el año 2000 ha conducido más recientemente a redefinir la financiarización como un cambio estructural del sistema económico, según el cual los mercados puramente especulativos constituyen la fuente principal de beneficios de la economía productiva (Krippner, 2011). Ello implica una expansión sin precedentes del sistema financiero a partir de un cambio en los circuitos de inversión, que se desplazan de la economía productiva a la esfera financiera. En este proceso, las empresas no financieras han ido modificando progresivamente la estructura de su cuenta de resultados, obteniendo sus beneficios fundamentalmente de actividades financieras antes que productivas. Este hecho se ha acompañado de un aumento de la cantidad que las empresas no financieras deben al sistema financiero en concepto de pago de intereses, abono de dividendos o recompra de acciones, entre otros.

Los efectos sociales de dicho cambio estructural y, en particular, en los procesos de desigualdad social, constituyen un tema de investigación emergente. Las contribuciones de Piketty (2015) sobre la relación entre los procesos de acumulación del capital privado y las formas de distribución de la riqueza han mostrado que cuando la tasa de rendimiento del capital supera la tasa de crecimiento de la producción y del ingreso, el capitalismo produce desigualdades de manera sistemática. Esta estructura del reparto de la riqueza, cuya forma en la actualidad se denomina «nuevo capitalismo patrimonial», se expresa

en un contexto caracterizado por un crecimiento económico lento y por desigualdades cada vez mayores (véase Ariño, 2016). Sin embargo, en dicho proceso no se especifica la ratio de los ingresos financieros con respecto a los ingresos no financieros de las empresas, sino que el análisis se delimita al caso de los hogares. Ello invita a un análisis más detallado de la relación entre las estrategias de acumulación del capital financiero y los procesos de desigualdad social, que evidentemente exceden los objetivos de este artículo.

Una nueva concepción de la gobernanza empresarial

La segunda aproximación al concepto de financiarización tiene un alcance más restringido que el enfoque anterior. Se centra en la emergencia de un nuevo paradigma del *management* denominado el «valor del accionista» o *shareholder value* (Lazonick, 2010). El término comienza a utilizarse en la década de los ochenta por parte de los analistas financieros como un modelo que puede servir para aumentar la rentabilidad de las empresas que cotizan en bolsa (Williams, 2000). Posteriormente, en la década de los noventa, su uso se asocia a procesos de reestructuración y *downsizing* corporativo, que se justifican porque garantizan la obtención de altos rendimientos por parte del capital y, como es obvio, de quienes lo gestionan y lo poseen.

Este enfoque reúne a un amplio y diverso número de aportaciones centradas en el estudio de las relaciones entre las empresas no financieras, el sector financiero y las normas que regulan la relación de empleo y configuran un nuevo modelo de relación salarial (Santos-Ruesga, 2012). Todos ellos tienen en común una nueva concepción de la empresa que aparece como un conjunto de activos financieros antes que como una organización con fines productivos. La adquisición de empresas no financieras por fondos de inversión acaba comportando profundas modificacio-

nes en aspectos como las estrategias corporativas, el horizonte temporal que se tiene en cuenta a la hora de valorar la inversión productiva o la rentabilidad de la empresa, la gestión de retribución de los mandos superiores y el conjunto de la plantilla, o bien la representación y participación de los trabajadores/ras (Gospel *et al.*, 2011). En esta línea, Santos Ruesga (2012) apunta una serie de efectos en las relaciones laborales y la relación de empleo que implican una reducción del número de asalariados y un ajuste a la baja de sus salarios, que conlleva una redistribución de la renta mucho más favorable al capital financiero que la existente en el modelo de propiedad inactiva y gestores con objetivos propios.

El interés por este modelo de *management* corporativo reside a su vez en las implicaciones que tiene a la hora de identificar las variedades de capitalismo y sus principales transformaciones, tanto en el plano institucional como de la organización y gestión de la fuerza de trabajo.

La emergencia de una nueva cultura financiera

La tercera aproximación entiende la financiarización como un proceso relacionado con una nueva forma de participación de los individuos en los mercados financieros y la emergencia de nuevos valores relacionados con la percepción del riesgo financiero y el endeudamiento. Este grupo de contribuciones tiene en común su interés por estudiar la dimensión cotidiana de las prácticas financieras tanto en su dimensión objetiva como subjetiva Natascha van der Zwan, (2014). En la dimensión objetiva se sitúan los esfuerzos centrados en analizar la emergencia del ciudadano como «inversor» (Davis, 2009), o los procesos de endeudamiento hipotecario o para adquirir bienes de consumo (Montgomerie, 2006). Ejemplos de la dimensión subjetiva son los estudios sobre la representación popular de la esfera financiera (Clark *et al.*, 2004), o el análisis de los discursos

hegemónicos sobre la crisis en los medios de comunicación (Dempster y Woods, 2011).

Particularmente relevantes dentro de este enfoque son los estudios sobre la emergencia de una nueva cultura del riesgo (Martin, 2002; Martin *et al.*, 2008). De acuerdo con este enfoque, el riesgo no se percibe tanto como algo a evitar o a temer, sino como algo que se debe asumir y gestionar. Solo a través de la asunción de riesgos financieros puede el individuo conseguir la rentabilidad de la inversión necesaria para sostenerse y protegerse de otros tipos de riesgos como el desempleo, la enfermedad o las bajas pensiones de la jubilación. La vida y sus potenciales riesgos se conciben así como un activo en sí mismo que hay que gestionar. En esta línea cabe mencionar las aportaciones de Graeber (2001, 2012) en el marco de la antropología económica, y partiendo de una firme crítica al aparato teórico sobre el que se sustenta la economía formal, acerca de la dimensión moral de los comportamientos económicos y particularmente del endeudamiento.

Finalmente, cabe mencionar aquellos trabajos centrados en la influencia de la cultura en las prácticas financieras corporativas o en los procesos cotidianos de toma de decisión. Hablaríamos en este caso de culturas financieras, procesos de financiarización y de la relación entre ambos. Según una de las tesis principales de la nueva sociología económica, que está en el trasfondo de este enfoque, las diferencias en el sistema de valores entre países explicaría diferencias en la estructura organizativa y asociativa de las empresas financieras y no financieras y, en general, en el campo económico a través de la influencia del sistema de valores en los patrones de comportamiento (Breuer y Quinten, 2009).

LA DELIMITACIÓN CONCEPTUAL DEL CONCEPTO DE FINANCIARIZACIÓN

Los enfoques anteriores entienden la financiarización como un cambio estructural del capi-

talismo susceptible de afectar a aspectos diversos, como son la estructura económica de las sociedades capitalistas, la gobernanza empresarial o bien las prácticas y la cultura económica de familias e individuos. Sin embargo, estos tres enfoques carecen de un marco analítico común capaz de explicar la vinculación entre, por un lado, los aspectos estructurales del cambio de las economías capitalistas y, por otro, los aspectos pragmáticos relativos al cambio en los patrones de acción económica y la emergencia de nuevos valores relacionados con la percepción del riesgo, la inversión y el endeudamiento.

En este artículo proponemos una definición de la financiarización como proceso resultante de la búsqueda de nuevas estrategias de crecimiento y creación de beneficio de las entidades financieras, que se inicia en el Reino Unido y Estados Unidos en la década de los sesenta y se expande posteriormente al conjunto de las economías capitalistas. Esta definición, que se explica a continuación, permite evitar anonimizar un proceso cuyos protagonistas son indudablemente las entidades financieras junto con una parte del entramado institucional del Estado y las organizaciones económicas supranacionales encargadas de regular el sistema financiero. A su vez, esta definición permite articular los cambios estructurales a nivel macro señalados por los autores afines a la teoría de la regulación, a nivel meso entre los que se sitúan los enfoques sobre una nueva estructura de gobernanza empresarial, y a nivel micro, relativa a los nuevos valores asociados a la inversión, el riesgo y el endeudamiento.

Según la definición que proponemos, la financiarización constituye al mismo tiempo un proceso y un resultado. Veamos cada uno de estos aspectos por separado.

La financiarización como proceso: las causas de la expansión financiera

En tanto que proceso, la financiarización se refiere a una serie de cambios en los sistemas

financieros que han posibilitado su intensa expansión y el aumento sin precedentes de sus posibilidades de negocio. De acuerdo con Engelen (2008), entendemos que la financiarización engloba un conjunto de procesos desarrollados a escala global desde la década de los ochenta, referidos a una serie de nuevas tecnologías organizativas, matemáticas y técnicas. Dichos procesos son la innovación financiera, la desregulación y la «liquidificación». Todos ellos caracterizan las principales y más significativas evoluciones en este ámbito. A su vez, dichos procesos han de entenderse en el marco del orden neoliberal que emerge en el Reino Unido y Estados Unidos a finales de la década de los setenta con Margaret Thatcher y Ronald Reagan como figuras emblemáticas, y se expande posteriormente por Europa continental y después alrededor del mundo (Harvey, 2010; Duménil y Lévy, 2014). El neoliberalismo supuso una profunda transformación en la estructura económica y social del conjunto de los países capitalistas, basada en la liberalización del crédito, los tipos de interés y la desregulación de los mercados financieros. Para ello se promovió activamente la ideología de mercado, que supuso la consolidación del poder monopolista y la hegemonía de las finanzas (Duménil y Lévy, 2014).

Veamos cada uno de los procesos mencionados separadamente:

- 1) En primer lugar, la expansión del sistema financiero se ha apoyado en un intenso proceso de innovación financiera, entendiéndose por tal la creación de nuevos productos financieros y mecanismos de intercambio. Un proceso que está modelado y configurado por estructuras legales, procesos políticos e incluso diferencias culturales (Mackenzie, 2009). De manera semejante a la innovación tecnológica, la innovación financiera no constituye un proceso lineal consistente en la deducción de aplicaciones directas de un descubrimiento científico, sino que está afectado

por muchos otros factores y puede proceder de diferentes espacios tales como el del mercado, el académico o el político.

En lo que respecta a la invención de nuevos productos financieros, la naturaleza de las finanzas ha cambiado profundamente, gracias a la aplicación de las matemáticas avanzadas. El aumento desde los años setenta en adelante en el comercio de derivados puede de hecho atribuirse únicamente a los avances en las técnicas probabilísticas (MacKenzie y Millo, 2003). Como han señalado MacKenzie (2006) y Callon (1998), los modelos computacionales aplicados a las finanzas hacen mucho más que analizar los mercados, ya que también los alteran. Utilizando una comparación, esos modelos no son como las cámaras que graban el entorno sin alterarlo. Serían más bien máquinas que actúan para transformarlos, alterando y reconstruyendo el espacio del que forman parte.

Muestra de cómo se diseñan políticamente los mercados con el fin de aumentar su rentabilidad es la titulización (*securitization*), que constituye una de las innovaciones más importantes en el campo de las finanzas. Se refiere a la transformación del crédito principalmente hipotecario en valores (*securities*) que son susceptibles de venderse, cederse o transmitirse, desvinculando el préstamo de la entidad que los ha originado y separándose de los balances de las entidades originales (Catherineau y Pérez, 2008).

- 2) Segundo, en estrecha relación con el punto anterior, la financiarización puede entenderse en parte como el resultado de un proceso de desregulación que se inicia en los años setenta en el Reino Unido y Estados Unidos y se expande al conjunto de las economías capitalistas. La desregulación, que constituye uno de los aspectos más controvertidos entre economistas, juristas y sociólogos, se refiere al proceso de eliminación de las restric-

ciones de tipo legal y administrativo con el fin de promover la libre competencia de mercado (Fligstein, 2001; Krippner, 2011; Brewster y Mizruchi, 2005). Paradójicamente, la desregulación financiera se produce mediante la creación de nuevas normas que garanticen la libre circulación de capitales y la creación de complejos productos financieros. Desregulación, por tanto, no equivale a la anulación de las reglas para aliviar un exceso normativo, sino a una redistribución del poder normativo favorable a la lógica de un mercado más libre y competitivo.

En el caso de España, la desregulación financiera se inicia a finales de la década de los setenta en un contexto de un elevado intervencionismo y una fuerte protección del sector frente al exterior. Desde el inicio de la democracia hasta la entrada en la UE, España comienza una gran cantidad de reformas tendentes a liberalizar su sistema financiero y aproximarlos al nuevo marco que supone la adhesión en 1986 a la Comunidad Europea, la creación del Mercado Único en 1993 y de la Unión Monetaria completada en 2002.

- 3) Tercero, la cuestión de la liquidez se refiere al proceso por el cual se crea el valor de un activo financiero (Mackenzie *et al.*, 2012). Los economistas entienden por liquidez de un mercado la estandarización de productos que pueden ser comprados y vendidos continuamente a un precio que todo el mundo conoce. Un mercado perfectamente líquido es aquel en el que los participantes pueden conocer, en todo momento, cuál es el precio de compra-venta, y solo se obtiene uno en el mercado. De acuerdo con la clásica definición proporcionada por Carruthers y Stichcombe (1999), hay tres mecanismos que hacen posible la liquidez: una subasta continua y competitiva, la existencia de creadores de mercado y la creación de mercancías homogéneas y estandarizadas.

De acuerdo con ambos autores, la liquidez de un mercado depende de la creación de un consenso entre sus participantes sobre el valor de un activo particular. Dicho consenso se produce a través de mecanismos de mercado, pero la capacidad para transferir una deuda de un acreedor a otro está condicionada por un consenso sobre la solvencia de un deudor a lo largo del tiempo. La creación de liquidez permite, por tanto, la expansión financiera a través de la gestión del riesgo. En este sentido, la financiarización tiene que ver con la creación intencionada y no intencionada de las condiciones para la liquidez en los distintos mercados.

En suma, estos tres cambios afectan a los componentes nucleares del sistema financiero en su dimensión institucional, organizativa y tecnológica.

La financiarización como resultado: expansión financiera y configuración de un nuevo modelo de acumulación de rentas del capital

La financiarización como resultado se refiere fundamentalmente a tres aspectos: i) la expansión y desarrollo cuantitativo de la esfera financiera en las últimas décadas; ii) el cambio en la estructura de acumulación del conjunto de los actores económicos, particularmente de las empresas no financieras; iii) la emergencia de nuevos mercados financieros con una estructura más flexible y opaca, apoyada por el desarrollo de plataformas electrónicas (MacKenzie, 2006, 2009).

En términos generales, el desarrollo financiero en España, medido como la capitalización financiera, esto es, la suma de la capitalización de los mercados de deuda, capitales y del crédito bancario al sector no financiero, presenta un nivel superior a la media europea (441% del PIB frente al 319%), según datos de 2010, y una tasa de crecimiento de un 7,5% frente a un 2% de la zona euro (Maudos, 2010).

Según el Observatorio sobre la Integración Financiera de España en Europa, los tres mercados que se consideran en el cómputo de la capitalización total presentan un tamaño considerablemente superior a la media europea, concretamente un 44% superior en lo que respecta al peso de los créditos bancarios a sectores no financieros, según datos de 2010, lo que confirma la elevada dependencia de la financiación bancaria de las empresas y hogares. El peso de la capitalización bursátil es, por su parte, un 49% superior a la media europea, debido fundamentalmente al aumento de ampliaciones de capital, utilizadas como un vehículo para obtener financiación por las empresas, como veremos a continuación.

Debido a la amplitud de estas cuestiones, en el siguiente apartado se analizan en profundidad una serie de indicadores de carácter cuantitativo del proceso de financiarización, en tanto que resultado de la economía española, utilizando dos tipos de medidas:

- 1) En primer lugar, aquellas relativas a la estructura financiera, que indican las vías de financiación de los distintos actores económico-sociales. Para el caso de las empresas no financieras, se examina la estructura del balance¹ con el fin de observar la evolución del capital destinado a la inversión productiva en comparación con el destinado a la inversión financiera.
- 2) En segundo lugar, aquellas relativas a la evolución de las rentas empresariales de las corporaciones financieras y no financieras. El análisis longitudinal de la cuenta de pérdidas y ganancias² (cuentas de

¹ El balance de situación de una empresa es un estado financiero en el cual se detallan todos los activos (bienes y derechos que se poseen), pasivos (deudas con terceros) y patrimonio neto de la empresa (capital y beneficios acumulados).

² La cuenta de pérdidas y ganancias presenta los gastos e ingresos del ejercicio, así como el resultado del mismo (Pérez-Carballo, 2013).

resultados) de las empresas no financieras en España nos ha permitido examinar en qué medida las fuentes de generación de dichas rentas proceden de actividades productivas, de servicios que pueden incluirse en la denominada economía real de actividades financieras.

A su vez, los efectos sociales de estas transformaciones son numerosos y de gran calado, como venimos señalando. A lo largo del siguiente apartado seguiremos subrayando las implicaciones sociales que tienen y los efectos más significativos que producen en la conceptualización del comportamiento y en las estructuras económicas. Como hemos dicho, estos aspectos van más allá de los objetivos de este trabajo y serán objeto de análisis posteriores.

EVIDENCIAS DE LA FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA EN ESPAÑA

El examen del cambio estructural en el comportamiento de las empresas, los hogares y el Estado, y el consecuente cambio en la estructura de la economía española, requiere observar, primero, cómo es la estructura financiera de dichos actores y, segundo, «dónde» se generan los ingresos en la economía española. Veamos cada uno de estos aspectos separadamente.

La evolución de la estructura financiera

El análisis de los pasivos financieros³, esto es, de las deudas financieras contraídas con terceros, constituye un indicador de los me-

canismos de financiación de los actores económico-sociales. Al mismo tiempo, el análisis de la estructura de los activos, esto es, de los bienes financieros, es imprescindible para comprender las rentas que estos generan para el caso de las empresas no financieras, los hogares y el Estado.

En el caso de España, la evolución de sus activos financieros netos (tabla 1) muestra el proceso creciente de endeudamiento de la economía española, que en el año 2013 llegó a alcanzar una posición neta de -96,7% del PIB frente al -17,9% de la eurozona.

Si consideramos la deuda privada, esto es, los pasivos financieros totales contraídos por las entidades financieras, hogares y empresas no financieras, se observa que desde el inicio del ciclo de crecimiento económico en 1996, la deuda privada representaba un 435% del PIB, en el año 2005 un 744,2% y a finales de 2013 un 829%, esto es, ocho veces más del valor total de bienes y servicios producidos por la economía española en ese año. Ahora bien, el endeudamiento ha sido diferente para cada grupo de actores socioeconómicos.

Sin duda, la mayor parte de este endeudamiento corresponde a las entidades financieras. Esto se explica por el modelo bancario existente, predominantemente de tipo minorista, muy dependiente del sector de la construcción e inmobiliario, que es altamente consumidor de crédito (Fernández de Lis y García Mora, 2008). Este modelo está estrechamente relacionado con las características específicas del patrón de crecimiento económico español, su intenso sesgo hacia dichos sectores y su elevada dependencia de la financiación exterior.

Por otro lado, tal y como se indica en la tabla 2, si bien existe una relación entre la expansión de la actividad económica y el crecimiento del crédito al sector privado (Calvo y Paúl, 2012), su desarrollo desbordado para el caso de España entre los años 2003 y 2007 se explica en gran parte por la

³ Los pasivos financieros son instrumentos financieros que suponen una obligación contractual de entregar efectivo, o de intercambiar activos y pasivos financieros con terceros. En el lenguaje común, el pasivo es la deuda que tenemos con terceros. Por su parte, un activo financiero es un título de propiedad, por el cual el comprador adquiere el derecho a recibir un ingreso futuro. Los activos financieros tendrán una doble vertiente: como medio de mantener riqueza para el poseedor y como pasivo u obligación para el emisor.

TABLA 1. Activos, pasivos y posición neta de España y la UE. Cuentas financieras no consolidadas (porcentaje del PIB)

	ACTIVOS					PASIVOS					POSICIÓN NETA				
	1995	2000	2005	2010	2013	1995	2000	2005	2010	2013	1995	2000	2005	2010	2013
España															
Total economía	465,1	610,7	7423	840,3	862	485,6	645,0	800	926,6	958,6	-20	-34,4	-57	-86	-96,7
Soc. financ.	212,4	262,3	351,4	457,3	442,4	212,3	260,7	349,5	443,1	434,6	-69	-97,9	-122	-131	-130,7
Soc. no financ.	94,1	163,6	196,6	188,1	183,0	163,1	261,5	318,2	318,7	313,7	0,1	1,6	2,0	14,3	7,8
AA,PP.	21,0	26,4	27,4	37,2	60,6	70,5	69,6	55,8	75,9	129,3	-50	-43,3	-28	-39	-68,7
Hogares	135,6	156,3	165,3	155,7	173,7	39,7	3,2	76,5	89,0	80,9	97,9	105,2	91,0	68,7	94,9
UE-18*															
Total economía	-	835,0	892,6	1.014	1.043	-	859,0	916,2	1.038	1.061	-	-24	-24	-24	-17,9
Soc. financ.	-	453,8	507,4	604,1	608,1	-	463,9	513,7	593,8	596,2	-	-10	-6,3	10,3	11,9
Soc. no financ.	103,7	139,4	139	165,9	169,6	-	260,1	255,6	275,2	283,3	-	-121	-116	-109	-114
AA,PP.	-	34,6	33,9	42,1	45,6	-	81,1	84,2	98,0	112,3	-	-46	-50	-56	-66,7
Hogares	-	194,2	196,7	196,8	205,0	-	53,8	62,6	70,8	68,8	-	140	134	126	136,2

*Datos para el T4.

Fuente: Eurostat, 2015.

TABLA 2. Crédito al sector privado

	FASE ALCISTA CICLO CREDITICIO			FASE BAJISTA CICLO CREDITICIO		
	Septiembre 1997 Mill.€	Diciembre 2007 Mill.€	Variación periodo (%)	Sept. 2009 Mill.€	Diciembre 2013(III) Mill.€	Variación periodo (%)
	Crédito actv. productivas	191.414	943.087	392,6	991.363	713.773
Agricultura, ganadería y pes- ca	9.494	25.245	165,9	23.123	18.731	-18,9
Industria (sin construcción)	55.686	141.571	154,2	152.199	118.251	-22,3
Construcción	25.065	153.453	512,2	130.438	62.934	-51,7
Activ. inmobiliarias	16.041	303.514	1.792	322.984	195.083	-39,6
Servicios no inmobiliarios	85.128	319.504	275,3	362.618	318.775	-12
Crédito a hogares	138.175	769.250	456,72	813.939	724.319	-11
Adquisición y rehabilitación vivienda	98.229	623.540	534,7			
Bienes consumo duradero	15.296	56.576	269,8	654.566	610.497	-6,7
Resto	24.650	109.133	342,7	49.273	28.439	-42,2
Total (incluyendo crédito a institu- ciones privadas y crédito sin clasificar)	340.248	1.760.213	417,3	1.837.038	1.481.543	-19,39

Fuente: Elaboración propia a partir del *Boletín Estadístico* del BE y Calvo y Paúl (2012: 22).

formación de la burbuja inmobiliaria. Así lo demuestran las tasas de crecimiento del crédito de las empresas ligadas a la construcción y el negocio inmobiliario, y del crédito concedido a hogares para la adquisición de la vivienda.

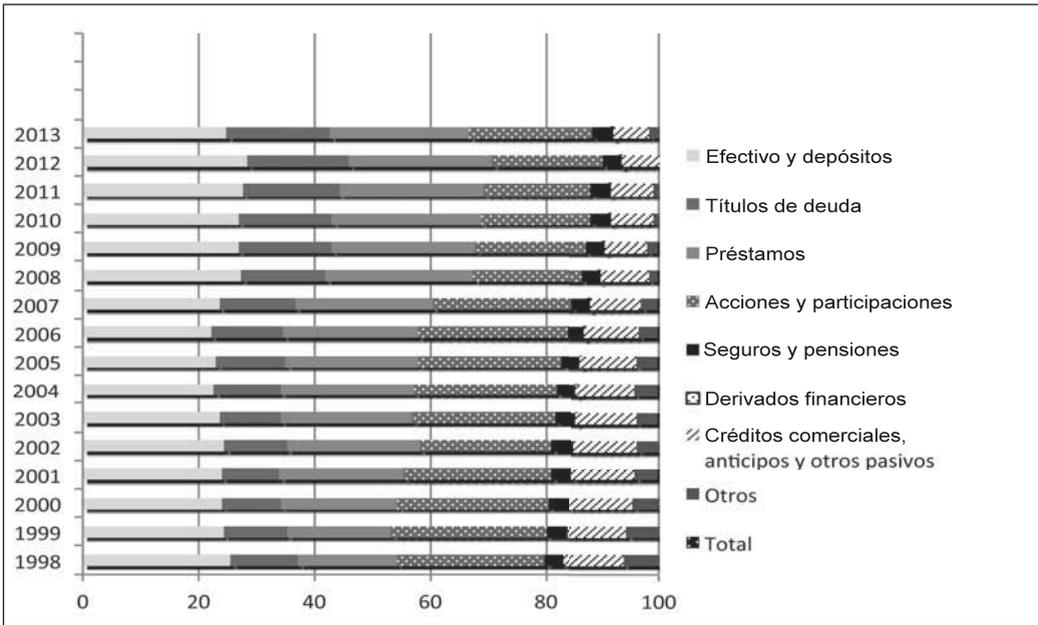
En efecto, según el *Boletín Estadístico* del Banco de España (BE), este crédito llegó a superar el 175% del PIB español en algunos trimestres de 2009 y 2010, disminuyendo a partir de entonces, si bien todavía alcanza niveles muy elevados, pues supera actualmente el 150% del PIB. Además, esta situación del crédito contrasta con la existente alrededor de quince años atrás, en la que ese crédito significaba entre el 60 y el 70% del PIB (Calvo y Paúl, 2012). La expansión del crédito en el sector privado sigue un patrón semejante al de otros países que también experimentaron *booms* inmobiliarios como Irlanda o Estados Unidos.

El peso del crédito dedicado a la compra de la vivienda es indicativo de lo que hemos

denominado la financiarización de la vida cotidiana (Martin *et al.*, 2008). En este proceso, la residencia se concibe como un activo para generar ingresos o bien promover el ahorro, aun a costa del elevado endeudamiento que comporta. El concepto de propiedad pasa a entenderse, de manera cada vez más generalizada, no solo como una infraestructura donde vivir, sino como una inversión en patrimonio. Al mismo tiempo, este uso de la vivienda como una fuente de capital ha comportado un drástico aumento del uso de la deuda como una red de seguridad para los gastos de la vida cotidiana.

A partir del 2009 se inicia un proceso de desapalancamiento del sector privado, de las familias y empresas no financieras, en gran parte debido a la caída de la actividad y también a la dificultad para obtener financiación, sobre todo en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes).

Por tipo de pasivo, los datos sobre el total de la economía indican una estructura de

GRÁFICO 1. Porcentaje del tipo de pasivo en el total del pasivo. Total economía española

Fuente: Eurostat, European Sector Accounts, 2015.

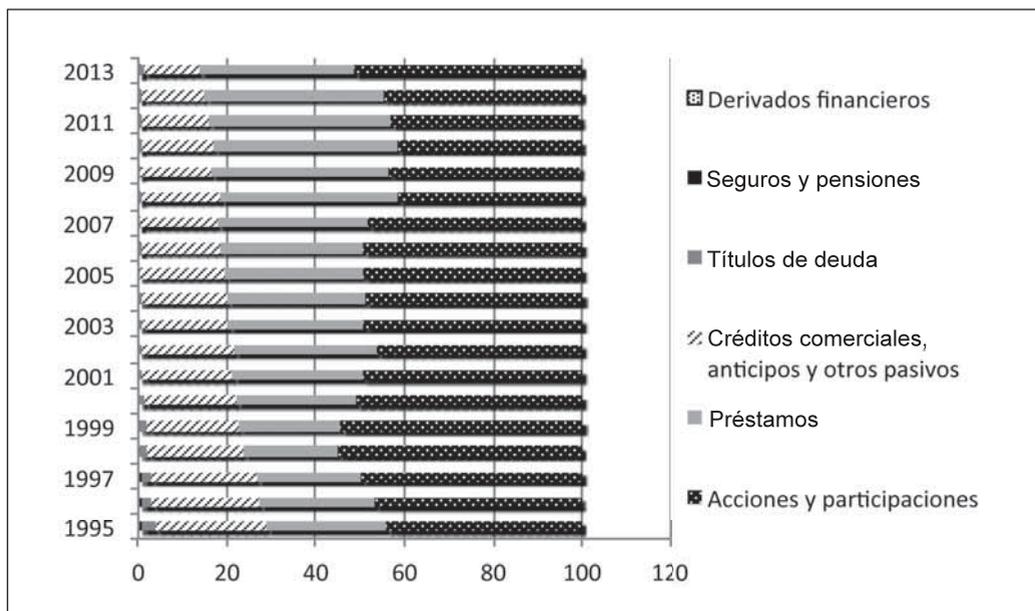
financiación basada fundamentalmente en el préstamo y crédito bancario y en la emisión de acciones y participaciones. Ello se explica por el modelo de banca predominante mencionado anteriormente, vinculado con un modelo de financiación empresarial basado en el crédito. El grupo «Acciones y participaciones» posee un importante peso en el pasivo total de la economía al constituir, como se verá a continuación, una forma de financiación de las empresas a través de ampliaciones de capital⁴. A su vez, como se observa en el gráfico 1, los títulos de deuda cobran una creciente importancia debido a que constituyen una de las principales fuentes de financiación del Estado a través de la emisión de deuda pública.

En el caso de las empresas no financieras (gráfico 2), la financiación a través de la emi-

sión de acciones y participaciones ha ido adquiriendo un peso creciente desde el año 1995, desde que se disponen datos en Eurostat. En esta fecha, la emisión de acciones y participaciones por constitución o ampliación del capital social de las empresas representaba un 102,9% del PIB, mientras que en el año 2013 esta cifra asciende hasta el 222,5%. Este dato es significativo no solo de la evolución del capital social de las empresas, que puede considerarse como una fuente de financiación indefinida formada a partir de los desembolsos de los accionistas de una sociedad anónima o limitada. También es un indicador significativo de la importancia creciente de la financiación de las empresas a través de la ampliación de su capital social. Veremos en el segundo apartado cómo dicha ampliación se corresponde con un aumento de las ganancias del capital financiero, esto es, del beneficio o renta que generan los activos de las empresas no financieras.

En lo que respecta al peso relativo de los activos en el PIB, la consolidación y expansión

⁴ Nótese que las acciones y participaciones que aquí se interpretan pertenecen al pasivo de los balances financieros.

GRÁFICO 2. Tipo de pasivo. Empresas no financieras. Porcentajes sobre el total del pasivo

Fuente: Eurostat, European Sector Accounts, 2015.

financiera se refleja cuando se analiza la ratio de los activos financieros como porcentaje del PIB del conjunto de los actores económicos y, fundamentalmente, de bancos, cajas y cooperativas de crédito. Esta ratio ha experimentado un crecimiento notable en las últimas décadas, pasando del 465,1% en 1995 al 862% en el año 2013, para el conjunto de los actores económicos, según datos de Eurostat.

En el caso de las corporaciones financieras, dicha ratio se ha duplicado en los últimos veinte años, pasando del 212,4% en 1995 al 442,4% en 2013. Sin embargo, el peso del sistema financiero monetario en España adquiere menor importancia en comparación con los estándares europeos, como muestra la ratio media de activos financieros de la UE-28, que alcanzó el 638,8% en 2013.

Las entidades financieras muestran un peso muy relevante en su cartera de activos, de depósitos y préstamos bancarios, lo que confirma el predominio del modelo de banca minorista y la dependencia de empresas y hogares de la financiación bancaria. Resalta,

al mismo tiempo, el bajo peso en comparación con la media europea de otro tipo de activos como derivados financieros e incluso acciones y participaciones.

Con respecto a las corporaciones no financieras, estas poseen un gran peso de activos financieros tales como acciones y participaciones, que se han incrementado en proporciones muy relevantes, pasando del 25,7% en el año 1995 al 92% en el año 2013. En el siguiente apartado se exponen los ingresos que generan dichos activos financieros y su peso con respecto al total de los beneficios empresariales. Dicho incremento resalta cuando se considera el bajo peso de otros activos como seguros, los derivados financieros o *stock options*. Estas últimas son características de un modelo de gobernanza corporativa basado en el «valor del accionista» (Froud *et al.*, 2002), tal y como se ha apuntado en el apartado dedicado a los enfoques de la financiarización.

En lo que respecta a la estructura de dichos activos financieros, la evolución del por-

centaje de activos financieros y no financieros en el balance de las empresas del sector no financiero indica claramente la desviación del capital dedicado a la inversión productiva frente al dedicado a la esfera financiera, tal y como se muestra en la tabla 3.

Finalmente, en el caso de los hogares destaca el peso de los depósitos y, con un comportamiento más volátil, el de las acciones y participaciones, que en el año 2013 han alcanzado el 33% del total de sus inversiones.

Como se observa en el gráfico 3, en los hogares se viene produciendo un crecimiento continuado de activos vinculados a seguros y pensiones. Dicho incremento es indica-

tivo de una nueva socialización financiera que afecta al comportamiento económico de los individuos. En dichos cambios los gobiernos han jugado un papel activo al promover políticas que transfieren la responsabilidad de la provisión de bienestar del Estado a los propios individuos, traduciéndose en el aumento de la contratación de seguros de salud o planes de pensiones (Lapavitsas, 2009; Martins *et al.*, 2008).

La evolución del modelo de acumulación de rentas del capital

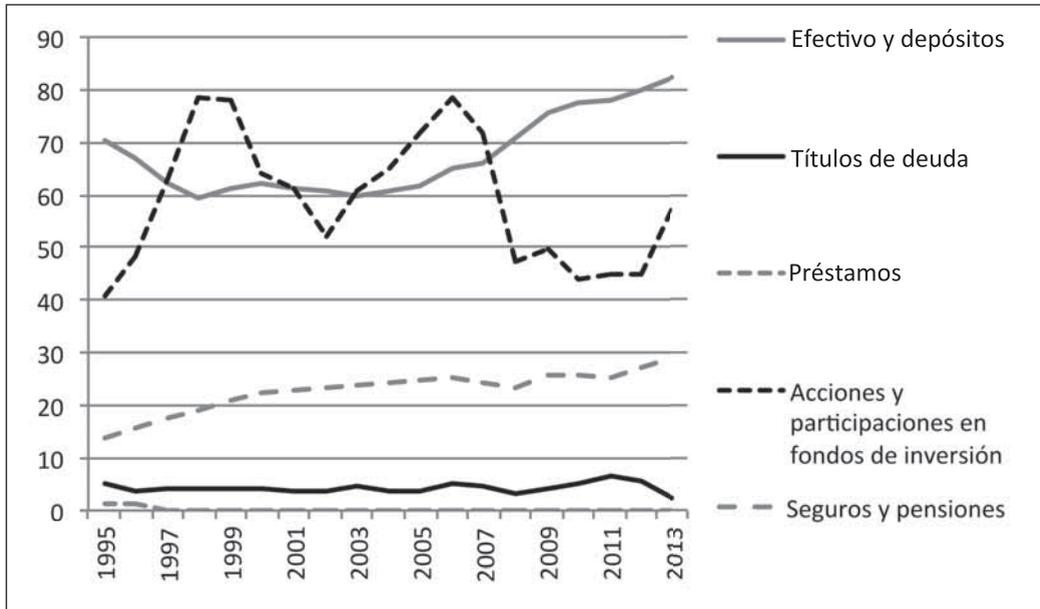
El análisis del cambio estructural de la economía se analiza en este subapartado a par-

TABLA 3. Balance sociedades no financieras. Estructura del activo (%)

	1995	2012
Activos no financieros	60,2	34,6
Activos financieros	39,8	65,5
Total activos	100	100

Fuente: Central de Balances del BE 1999, 2012.

GRÁFICO 3. Estructura del pasivo de los hogares. Porcentaje del PIB



Fuente: Eurostat, European Sector Accounts, 2015.

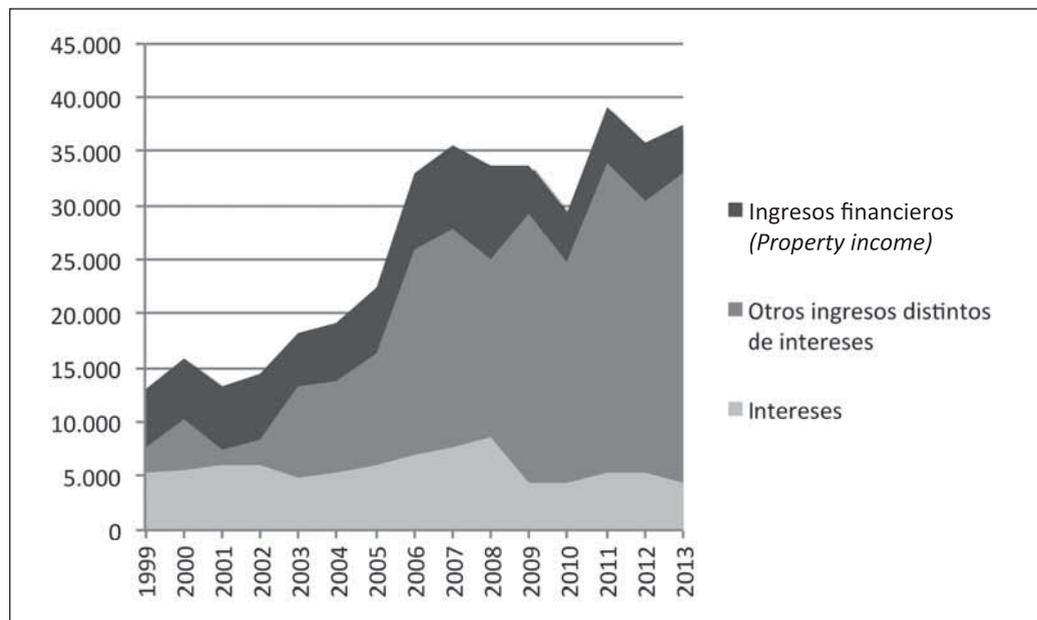
tir de un grupo de indicadores que permitirán medir el grado de financiarización de la economía española. Concretamente, se examinan las fuentes de ingresos de las empresas no financieras, con el fin de observar la importancia que tienen las rentas procedentes de la inversión financiera respecto a aquellas generadas por actividades productivas no financieras. Esto permitirá observar hasta qué punto la actividad económica permanece en un modelo de negocio donde la acumulación de rentas de capital se produce fundamentalmente a través del núcleo de la actividad de la empresa, basado en la producción de bienes y servicios, o bien está orientada hacia la generación de rentas procedentes de actividades financieras.

En primer lugar se han analizado lo que podríamos denominar las ganancias de capital financiero, cuya denominación contable según la ESA 2010 (European System of Accounts) forma parte de lo que se denomina «property income», definido como la suma

de los ingresos recibidos por el uso de activos financieros («investment income») más la suma procedente del uso de recursos naturales («rents»), tales como el alquiler de terrenos o la explotación de recursos como el gas natural, carbón, etc. De entre los activos financieros se incluyen, por un lado, intereses y, por otro, dividendos, ganancias percibidas de inversiones directas, participación en fondos de inversión u otros.

Con el fin de analizar estrictamente los ingresos procedentes de activos financieros se ha descontado el peso de las rentas del uso de recursos naturales del total de los ingresos financieros. El gráfico 4 representa el desglose de lo que venimos denominando «property income». Por un lado, se observa el comportamiento de los ingresos procedentes del cobro de intereses por préstamos de empresas propias o ajenas (primera franja, de abajo-arriba), y por otro, el comportamiento de aquellos ingresos procedentes del cobro de dividendos, plusvalías procedentes de inver-

GRÁFICO 4. *Ingresos financieros de corporaciones no financieras*



Fuente: Eurostat, European Sector Accounts.

siones directas y el cobro de reservas técnicas de aseguradoras (segunda franja, de abajo-arriba). Los datos muestran que el aumento creciente en los últimos quince años de los ingresos financieros se debe fundamentalmente al segundo grupo, esto es, al cobro por dividendos e inversiones directas que, a partir del año 2002, empieza a tener más relevancia que los ingresos procedentes de intereses, que permanecen estables a lo largo del periodo analizado. Si bien es preciso ser cautos con estos resultados debido a la no disponibilidad de datos desagregados de aquellos ingresos financieros distintos de intereses, los datos apuntan a una relación directa entre la financiarización y el crecimiento del sector de los valores en España.

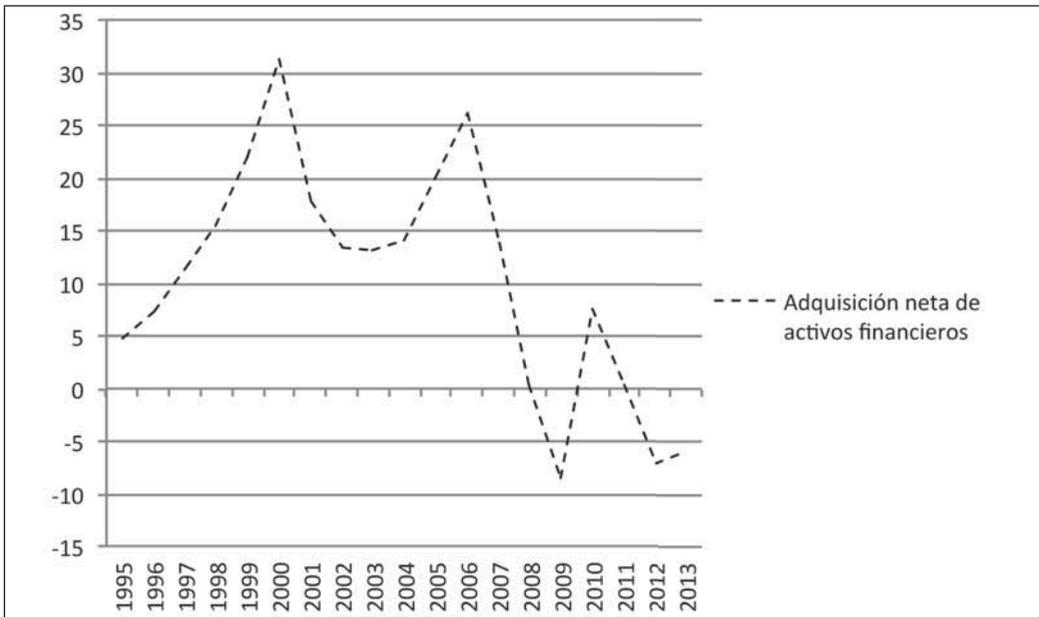
El análisis de los datos plantea la pregunta de hasta qué punto el aumento de los ingresos financieros procede del incremento de la adquisición de activos financieros o de mayores rendimientos de dichos activos. El gráfico 5 muestra claramente que si bien se ha produ-

cido un cambio en la composición de la cartera de activos de las empresas no financieras (véase el apartado anterior), el crecimiento de los ingresos financieros parece no deberse tanto al incremento de la adquisición neta de dichos activos, sino en todo caso al crecimiento de los rendimientos de los mismos.

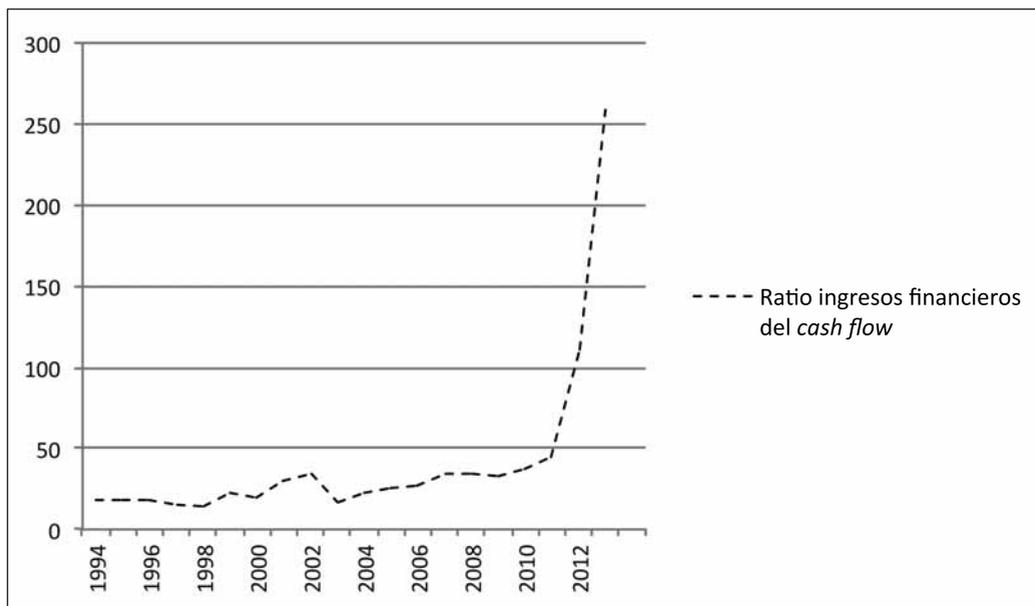
En segundo lugar, se ha analizado la evolución del peso del sector financiero como fuente de ingresos de las empresas no financieras. La base de datos utilizada es la Central de Balances, elaborada por el Banco de España, que contiene información sobre las series anuales de los resultados de las empresas no financieras de los últimos diez años (balances, cuentas de resultados, empleo y salarios, ratios, etc.).

Se ha utilizado como medida la proporción de ingresos financieros con respecto al *cashflow*, definido como el flujo de caja o «fondos generados por las operaciones» según el Plan Contable español. El *cash flow* contable es una medida complementaria al

GRÁFICO 5. Adquisición neta de activos financieros



Fuente: Eurostat, European Sector Accounts, 2015.

GRÁFICO 6. *Ratio ingresos financieros con respecto al cash flow*

Fuente: Central de Balances. Banco de España, 1994-2013.

análisis de los beneficios empresariales y se refiere a la capacidad de la empresa para generar fondos, esto es, para autofinanciarse. A diferencia de los beneficios (*net income*), dependiente de factores como el tratamiento de la amortización, la periodificación de los gastos o el cómputo del coste del producto, entre otros, el *cash flow* constituye una medida objetiva que indica la diferencia entre el dinero que ha entrado en la empresa menos el que ha salido (Fernández, 2008). La utilización de esta medida es coherente con el análisis realizado por Krippner, que igualmente opta por tener en cuenta el capital disponible por las empresas con el fin de calcular el peso que tienen los ingresos financieros en la cuenta de resultados⁵.

⁵ Otro indicador de resultados es el EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), esto es, los beneficios de las empresas no financieras antes de intereses, impuestos y amortizaciones. A diferencia del EBITDA, el *cash flow* es una medida más objetiva al tener en cuenta gastos reales, como el pago de intereses o impuestos, las inversiones realizadas o

El gráfico 6 muestra la tendencia de los ingresos procedentes de actividades financieras con respecto al flujo de caja disponible por parte de las empresas no financieras. Según datos del BE, los ingresos financieros aumentan de manera constante incluso en el periodo de la crisis económica, cuando se produce un claro desplome del *cash flow* de las empresas no financieras paralelamente a un aumento significativo de los ingresos financieros.

El comportamiento estable de la ratio hasta el año 2011 se debe a los aumentos constantes tanto de las rentas empresariales como de los ingresos financieros, ambos de las corporaciones no financieras. Si bien dichos aumentos se producen en una proporción mucho mayor para el caso de los ingresos financieros, es significativo que la brusca caída de las rentas empresariales a partir del año 2010 no haya estado acompañada de

las variaciones de capital.

una caída análoga de los ingresos financieros. Ello sugiere la creciente dependencia de las empresas no financieras de los ingresos financieros en la composición del beneficio, un aspecto ampliamente documentado empíricamente (Froud *et al.*, 2002; Krippner, 2005, 2011).

CONCLUSIONES

La centralidad de las finanzas en las economías capitalistas contemporáneas, entre ellas España, tiene que ver con el proceso social y normativo por el cual las actividades financieras se han convertido progresivamente en la principal fuente de beneficio económico y de acceso a la financiación de las empresas y los Estados (Krippner, 2011).

En este artículo hemos analizado una serie de evidencias del proceso de financiarización de la economía española. Estas se han centrado, por un lado, en el análisis de la estructura financiera de los distintos actores económicos, con el fin de examinar las distintas vías de financiación de los mismos y para el caso de las empresas no financieras, la evolución del capital destinado a la inversión productiva en comparación con el destinado a la inversión financiera. Por otro lado, hemos examinado la evolución de las rentas empresariales con el fin de analizar el peso de aquellos ingresos procedentes del núcleo del negocio empresarial no financiero con respecto a las rentas generadas por actividades financieras tales como el cobro de intereses o dividendos.

El análisis realizado para el caso español, caracterizado por el papel preponderante del crédito, fundamentalmente bancario, en la financiación de las empresas y las economías domésticas muestra, sin embargo, una tendencia acorde con el conjunto de las economías capitalistas, en las cuales las ganancias de capital financiero aumentan no solamente cuando los beneficios netos de las empresas lo hacen sino también cuando se

produce un desplome de los mismos en un contexto de grave crisis económica y altas tasas de desempleo. Esto permite hablar de una creciente financiarización de la economía española, cuya evidencia se muestra en la creciente importancia de las actividades financieras como fuente de beneficio de la economía (Krippner, 2011: 27).

Las consecuencias sociales de este proceso son innumerables, afectando a los principios de equidad, justicia y sostenibilidad social a largo plazo. Ya Adam Smith afirmaba que los principios del liberalismo económico no debían extenderse a la esfera financiera, ya que la libertad de unos pocos individuos podría comprometer la seguridad de toda la sociedad (Smith, [1976] 1988, libro II: 381).

Igualmente, los estudios sobre la financiarización han tenido importantes implicaciones para el estudio del capitalismo contemporáneo, tal y como han señalado los enfoques centrados en la nueva gobernanza empresarial y las teorías regulacionistas.

En suma, la sociogénesis del proceso de financiarización se encuentra en el conjunto de decisiones políticas e institucionales que la han hecho posible. Al mismo tiempo, la financiarización de la economía debe considerarse como una de las causas que pueden explicar parte importante de los cambios sociales e institucionales de las sociedades en las que se ha consolidado. En este artículo hemos subrayado nuestro interés por analizar el proceso de financiarización fuera del contexto institucional angloamericano. Ello nos ha permitido visualizar rasgos comunes en el conjunto de las economías capitalistas, referentes a los efectos del proceso de acumulación de las ganancias del capital financiero. Si bien somos conscientes de la necesidad de integrar las aportaciones sobre la financiarización en España en el contexto de aproximación de las variedades del capitalismo, consideramos necesario abrir una nueva agenda de investigación centrada en exami-

nar la transformación de los rasgos característicos de una economía basada en la producción y el consumo.

BIBLIOGRAFÍA

- Aalbers, Manuel (2008). «The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis». *Competition and Change*, 12(2): 148-166.
- Aglietta, Michel (1979). *A Theory of Capitalist Regulation: The U.S. Experience*. London: Verso.
- Aglietta, Michel (2000). «La globalización financiera». *Finanzas, inversión y crecimiento*, 59: 1-14. Disponible en: <http://www.sinpermiso.info/textos/la-globalizacion-financiera>, acceso 1 de abril de 2016.
- Alonso, Luis Enrique y Fernández-Rodríguez, Carlos (2012). «La financiarización de las relaciones salariales o la destrucción de las bases sociales del trabajo». En: Alonso, L. E. y Fernández-Rodríguez, C. (eds.). *La financiarización de las relaciones salariales*. Madrid: Catarata.
- Ariño, Antonio (2016). «¿Hacia una plutocracia global?». *Revista Española de Sociología*, 25(1): 37-59.
- Bell, Daniel (2006). *El advenimiento de la sociedad post-industrial*. Madrid: Alianza Editorial.
- Boyer, Robert (2000). «Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis». *Economy and Society*, 29(1): 111-114.
- Breuer, Wolfgang y Quinten, Benjamin (2009). «Cultural Finance». *Social Science Research Network*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1282068, acceso 2 de febrero de 2015.
- Brewster Stearns, Linda y Mizruchi, Mark (2005). «Banking and Financial Markets». En: Smelser, N. y Swedberg, R. (eds.). *The Handbook of Economic Sociology*. New York: Russell Sage Foundation.
- Callon, Michel (1998). *The Laws of the Markets*. Oxford: Blackwell/Sociological Review.
- Calvo, Bernardino y Paúl, Jesús (2012). «El crédito al sector privado en España: del crecimiento desbordado a la fuerte restricción». *REVESCO. Monográfico: La financiación complementaria y la respuesta de la economía social: la situación de des-crédito bajo la crisis financiera*, 109: 13-44.
- Carruthers, Bruce y Stinchcombe, Arthur (1999). «The Social Structure of Liquidity: Flexibility, Markets and States». *Theory and Society*, 28: 353-382.
- Caterineau, Eva y Pérez, Daniel (2008). «La titulación de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial». *Revista de Estabilidad Financiera*, 14: 89-121.
- Clark, Gordon; Thrift, Nigel y Tickell, Adam (2004). «Performing Finance: The Industry, the Media and its Image». *Review of International Political Economy*, 11(2): 289-310.
- Crouch, Colin (2009). «Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime». *The British Journal of Politics and International Relations*, 11: 382-399.
- Davis, Gerald F. (2009). *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*. Oxford: Oxford University Press.
- Dempster, Paul y Woods, David (2011). «The Economic Crisis through the Eyes of Transana». *Forum: Qualitative Social Research*, 12(1).
- Dore, Ronald (2008). «Financialization of the Global Economy». *Industrial and Corporate Change*, 17 (6): 1097-1112.
- Duménil, Gerard y Lévi, Dominique (2014). *La crisis del neoliberalismo*. Madrid: Lengua de Trapo.
- Engelen, Ewald (2008). «The Case for Financialization». *Competition and Change*, 12: 111-119.
- Erturk, Ismail et al. (eds.) (2008). *Financialization at Work*. London: Routledge.
- Fernández, Pablo (2004). «Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories». *ICFAI Journal of Applied Finance*, 10 (1): 50-71.
- Fernández, Pablo (2005). *Guía rápida de valoración de empresas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Fernández de Lis, Santiago y García Mora, Alfonso (2008). «Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española». *Revista de estabilidad financiera del Banco de España*, 15: 57-72.
- Fligstein, Neil (2001). *The Architecture of Markets. An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*. Princeton: Princeton University Press.

- Froud, Julie; Colin, H.; Sukhdev, J. y Williams, Karel (2002). «Cars and Financialization: A Case Study in Financial Underperformance, Constrains and Consequences». *Competition and Change*, 6: 13-41.
- Gospel, Howard; Pendleton, Andrew; Vitols, Sigurt y Wilke, Peter (2011). «New Investment Funds, Restructuring and Labor Outcomes: An European Perspective». *Corporate Governance: An International Review*, 19(3): 276-289.
- Graeber, David (2001). *Toward an Anthropological Theory of Value*. New York: Palgrave.
- Graeber, David (2012). *En deuda. Una historia alternativa de la economía*. Barcelona: Planeta.
- Grahl, John y Teague, Paul (2000). «The *Régulation* School, the Employment Relation and Financialization». *Economy and Society*, 29(1): 160-178.
- Harvey, David (2007). *Breve historia del neoliberalismo*. Madrid: Akal.
- Harvey, Mark (2010). «Introduction: Putting Markets in their Place». En: Harvey, M. (ed.). *Markets, Rules and Institutions of Exchange*. Manchester: Manchester University Press.
- Jessop, Bob (2013). «Revisiting the Regulation Approach: Critical Reflections on the Contradictions, Dilemmas, Fixes and Crisis Dynamics of Growth Regimes». *Capital and Class*, 37(1): 5-24.
- Kalinowski, Thomas (2013). «Regulating International Finance and the Diversity of Capitalism». *Socio-Economic Review*, 11: 471-496.
- Krippner, Greta (2005). «The Financialization of the American Economy». *Socio-Economic Review*, 3: 173-208.
- Krippner, Greta (2011). *Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Lapavistas, Costas (2009). *El capitalismo financiarizado. Expansión y Crisis*. Madrid: Maia Ediciones.
- Lazonick, William y O'Sullivan, Mary (2010). «Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance». *Economy and Society*, 29(1): 13-35.
- MacKenzie, Donald (2006). *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- MacKenzie, Donald (2009). *Material Markets. How Economic Agents are Constructed*. Oxford: Oxford University Press.
- MacKenzie, Donald; Beunza, Daniel; Millo, Yuval y Pardo-Guerra, Juan P. (2012). «Drilling through the Allegheny Mountains: Liquidity, Materiality and High-Frequency Trading». *Journal of Cultural Economy*, 5(3): 279-296.
- MacKenzie, Donald y Millo, Yuval (2003). «Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange». *American Journal of Sociology*, 109(1): 107-145.
- Martin, Randy (2002). *Financialization of Daily Life*. Philadelphia: Temple University Press.
- Martin, Randy; Rafferty, Michael y Bryan, Dick (2008). «Financialization, Risk and Labour». *Competition and Change*, 12(2): 120-132.
- Maudos, Joaquín (2010). «Observatorio sobre la integración financiera en Europa: un análisis del caso español». *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*. Disponible en: <http://www.fef.es/new/publicaciones/papeles-de-la-fundacion.html>, acceso el 28 de mayo de 2015.
- Montgomery, Johnna. (2006) «The Financialization of the American Credit Card Industry». *Competition and Change*, 10: 301-319.
- Pérez-Carballo, Juan F. (2013). *La contabilidad y los estados financieros*. Madrid: ESIC.
- Ruesga, Santos (2012). «La financiarización de las relaciones laborales». *Cuadernos de Relaciones Laborales*, 30(2): 409-429.
- Smith, Adam [1976] (1988). *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, vol. I. Barcelona: Oikos-Tau.
- Zwan, Natascha van der (2014). «Making Sense of Financialisation». *Socio-Economic Review*, 12: 99-129.
- Williams, Karel (2000). «From Shareholder Value to Present Day Capitalism». *Economy and Society*, 29: 1-12.
- World Economic Forum (2012). *Financial development report*. Disponible en: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf

RECEPCIÓN: 28/07/2015

REVISIÓN: 11/03/2016

APROBACIÓN: 31/05/2016