

**Liberalización financiera internacional,
inversores institucionales y gobierno
corporativo de la empresa**

Bibiana Medialdea García y

Nacho Álvarez Peralta

WP07/08

Resumen

En este trabajo analizamos cómo la crisis de rentabilidad de los años setenta ha tratado de ser superada con el despliegue de un conjunto de contrarreformas neoliberales, siendo una de sus principales vertientes la desreglamentación y liberalización de los mercados financieros internacionales. Estas medidas han dado lugar a un nuevo contexto financiero internacional caracterizado por la preeminencia de la liquidez y por el poder de los inversores institucionales a escala mundial. Estos elementos han transformado a su vez las relaciones de la esfera financiera con las empresas industriales y de servicios, posibilitando (a través de los nuevos instrumentos de control garantizados por dicha liquidez) la primacía de los objetivos financieros en el interior de estas organizaciones.

Abstract

In this paper we analyze how profitability crisis in the seventies was overcome by means of neoliberal reforms, with a main support in financial liberalization and deregulation. These policies have impelled the setting up of a new international financial architecture, characterized by the great extent of market liquidity and by the global power of institutional investors. These new elements have transformed relationships between finances and non financial corporations, making possible (thanks to the control exerted by market liquidity) the preeminence of financial objectives within these organizations.

Palabras clave: crisis, financiarización, inversores institucionales, corporate governance

Key words: crisis, financialization, institutional investors, corporate governance.

Bibiana Medialdea García, Nacho Álvarez Peralta
Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid. Campus de Somosaguas, Finca Mas Ferre. 28223, Pozuelo de Alarcón, Madrid, Spain.

© Bibiana Medialdea, Nacho Álvarez
ISBN: 978-84-691-6667-3
Depósito legal:

El ICEI no comparte necesariamente las opiniones expresadas en este trabajo, que son de exclusiva responsabilidad de sus autores/as.

Índice

1.	Introduction.....	7
2.	Origen del nuevo contexto financiero internacional: crisis y ajuste de la economía mundial	7
2.1	Crisis de la economía mundial.....	7
2.2	Medidas de ajuste frente a la crisis: liberalización y resurgimiento del capital financiero.....	9
3.	Características del nuevo contexto financiero internacional.....	11
4.	Impacto del nuevo contexto financiero internacional sobre la dinámica empresarial: los inversores institucionales y el <i>corporate governance</i>	15
4.1	Importancia de los inversores institucionales.....	15
4.2	Los inversores institucionales y la nueva gestión empresarial: el <i>corporate governance</i>	17
5.	Conclusiones	20

1. Introducción

A lo largo de las últimas décadas, las grandes empresas de los países de la OCDE han ido modificando progresivamente sus modelos de gestión y sus estrategias. Esta modificación responde a múltiples factores, entre los que destaca el papel jugado por el nuevo contexto financiero internacional imperante a escala mundial desde la década de los ochenta.

Profundizar en el conocimiento de este contexto financiero internacional es por tanto un requisito previo hoy día para adentrarse en el análisis del gobierno corporativo de la empresa. El objeto de este trabajo es precisamente analizar cómo la liberalización financiera internacional ha repercutido sobre el gobierno corporativo de la empresa. Partimos de la hipótesis de que los problemas de rentabilidad registrados por la economía mundial durante los años setenta desencadenaron un amplio proceso de liberalización y desreglamentación, lo que ha propiciado una creciente financierización de la actividad económica y empresarial. Los efectos de dicha sobredimensión de la esfera de las finanzas se han transmitido a su vez a la propia gestión empresarial de los sectores no financieros.

De este modo, situamos entre los motores generadores del nuevo contexto financiero internacional, que posteriormente caracterizaremos, uno de importancia mayúscula: la crisis que registró la economía mundial durante los años setenta.

Ya desde finales de los años sesenta comenzaron a aparecer a escala internacional signos de agotamiento de la onda de acumulación vigente desde finales de la II Guerra Mundial. El fuerte proceso de acumulación que se registró en los países desarrollados durante este periodo¹, reposaba sobre cuatro pilares institucionales (Plihon, 2004: 48-49; Colletis, 2004: 3-6):

a) Relación salarial organizada en torno al reparto de las ganancias de productividad entre capital y trabajo. Este reparto de la productividad, fruto de una correlación de fuerzas favorable al trabajo al finalizar la II Guerra Mundial, se instituye en torno a los procesos de negociación colectiva entre patronal y sin-

dicatos a nivel de ramas y sectores, y permite un fuerte crecimiento de los salarios y del empleo durante las décadas de los cincuenta y sesenta.

b) Políticas económicas keynesianas, tanto monetarias como fiscales, cuyo objetivo es asegurar una progresión regular de la demanda agregada.

c) Intervención y regulación estatal de la economía garantizando un sistema de protección social (estatuto de los trabajadores, empleo estable, seguridad social, sistemas de salud y pensiones, seguros de desempleo y enfermedad...) basados en criterios de solidaridad y reparto. Cristalizan con ello las importantes conquistas logradas por los asalariados al finalizar el periodo de posguerra.

d) Sistemas financieros administrados, destinados a asegurar la financiación de la acumulación de capital productivo por medio del endeudamiento bancario a reducidos y estables tipos de interés controlados por las autoridades monetarias².

Este marco institucional propio de los años cincuenta y sesenta contribuyó a crear un entorno de gran estabilidad que, junto con otros factores (destrucción económica de la II Guerra Mundial, difusión de los nuevos desarrollos tecnológicos surgidos de ésta, etc.), fue particularmente favorable a la progresión del crecimiento económico, del consumo, de la inversión y, en definitiva, del poder adquisitivo.

2- Origen del nuevo contexto financiero internacional: crisis y ajuste de la economía mundial

2.1.- CRISIS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El intenso proceso de acumulación vivido por la economía mundial durante el periodo posbélico comenzará a desinflarse a finales de los años sesenta (Palazuelos, 1990: 11-14). Antes del primer "shock petrolero" en 1973, el estancamiento, la inflación y el desempleo ya se habían mostrado conjuntamente en 1967-69.

¹ La Escuela francesa de la Regulación acuñó el concepto de "régimen de crecimiento fordista" para caracterizar este periodo (véase Boyer, 2004). Mandel (1972) lo denominó el "capitalismo tardío".

² Es lo que posteriormente denominaremos "coursé keynesiano de las finanzas".

Un conjunto de problemas económicos se intensificaron a partir de ese momento: a la progresiva ralentización de los sectores industriales de las economías desarrolladas le acompañaba la del progreso técnico; el aumento de las tasas de inflación; el fuerte incremento del desempleo; los crecientes desequilibrios internacionales en las balanzas por cuenta corriente; las perturbaciones monetarias del Sistema Monetario Internacional; y las convulsiones de las principales plazas financieras internacionales. Así, esta crisis no se limitaba a un episodio pasajero, sino que se trata de un fenómeno estructural y duradero que llega hasta nuestros días (Vidal Villa y Martínez Peinado, 2000: 381-392).

Tal y como señalan numerosos autores³, es en la caída de la rentabilidad empresarial y en las consecuencias que ello tuvo sobre los ingresos del capital, donde hay que buscar las razones fundamentales para explicar tanto la crisis como las transformaciones que de ella se derivarán.

Joan Robinson señalaba en *The Accumulation of Capital* (1956) que, transcurrida una fase de madurez, el incremento de la tasa de acumulación no genera nuevos y paralelos aumentos de la tasa de beneficio, apareciendo por tanto el fenómeno de la sobreinversión empresarial y la consiguiente caída de la rentabilidad del capital. En términos marxistas, un incremento de la composición orgánica del capital no compensado por incrementos paralelos de la tasa de plusvalía, determina la reducción de la tasa de beneficios y el cortocircuito de la acumulación. Esta parecía ser la causa que se encontraba, junto con otros factores secundarios de desigual importancia⁴, en la base de la crisis de la economía mundial durante este periodo.

³ Para un análisis más detallado de esta cuestión pueden consultarse, además de los trabajos de Aglietta (2002), Arrizabalo (1997), Dumenil y Levy (2004), Onaran (2005) y Plihon (2004), las siguientes referencias: Marglin, S. y Shor, J.B. (eds.) (1991): *The Golden Age of Capitalism* Clarendon, Oxford; Gill, Louis (2002); *Fundamentos y límites del capitalismo*, Trotta, Madrid; 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, D. y Arriola, J. (eds.) (2002): *Nueva Economía Política de la Globalización*, Bilbao: Ediciones de la Universidad del País Vasco; Mandel, E. (1999): *Les ondes longues du développement capitaliste. Une interprétation marxiste*, Editions Page deux, Paris; Setterfield, M. (1997): *Rapid Growth and Relative Decline*, Macmillan Press, Londres; Cornwall, J. (1977): *Modern Capitalism: Its Growth and Transformations*, Martin Robertson, Oxford.

⁴ Entre estos factores cabría destacar el agotamiento de la onda tecnológica de los años cincuenta y sesenta, la modificación de los patrones de consumo de las economías desarrolladas o la crisis de los sistemas fordistas de organización del trabajo.

Dumenil y Levy (2004: 23), al analizar el papel jugado por la tasa de beneficio en el desencadenamiento de la crisis, descomponen – siguiendo la conocida expresión de Kaldor recogida en la figura 1– dicha tasa en dos factores: el porcentaje de la renta nacional captado por los beneficios y la productividad del capital⁵.

Figura 1

$$\text{Tasa de beneficio} = \frac{\text{Beneficio}}{(\uparrow)\text{Stock de Capital Fijo}} = \frac{\text{Beneficio}}{\text{Producción}} \times \frac{\text{Producción}}{(\uparrow)\text{Stock de Capital Fijo}}$$

(↓)Tasa de beneficio = Excedente Bruto de Explotación X (↓)Productividad del Capital

Dichos autores evalúan empíricamente el curso de ambos factores en las principales economías desarrolladas durante estos años, para llegar a la conclusión de que el principal factor explicativo radica en la caída de la productividad del capital, es decir, en la decreciente eficiencia que tienen las nuevas inversiones acometidas por las empresas desde finales de los años sesenta, dado el contexto de creciente saturación de los mercados en los países desarrollados. Efectivamente, el ratio producción / stock de capital fijo cae casi un 25% en Europa entre 1966 y 1980, y más de un 30% en EE.UU. durante esas fechas (Dumenil y Levy, 2004: 34). Esta sobreinversión empresarial habría desencadenado la progresiva pérdida de eficiencia de las nuevas inversiones, encareciendo excesivamente el proceso de producción, y precipitando en última instancia la caída de la rentabilidad y el cortocircuito de la acumulación de capital⁶. Tal y como planteó Kalecki en 1939, "la tragedia de la inversión es que provoca la crisis precisamente porque es útil. Sin duda mucha gente considerará esta teoría como una paradoja, pero no es la teoría

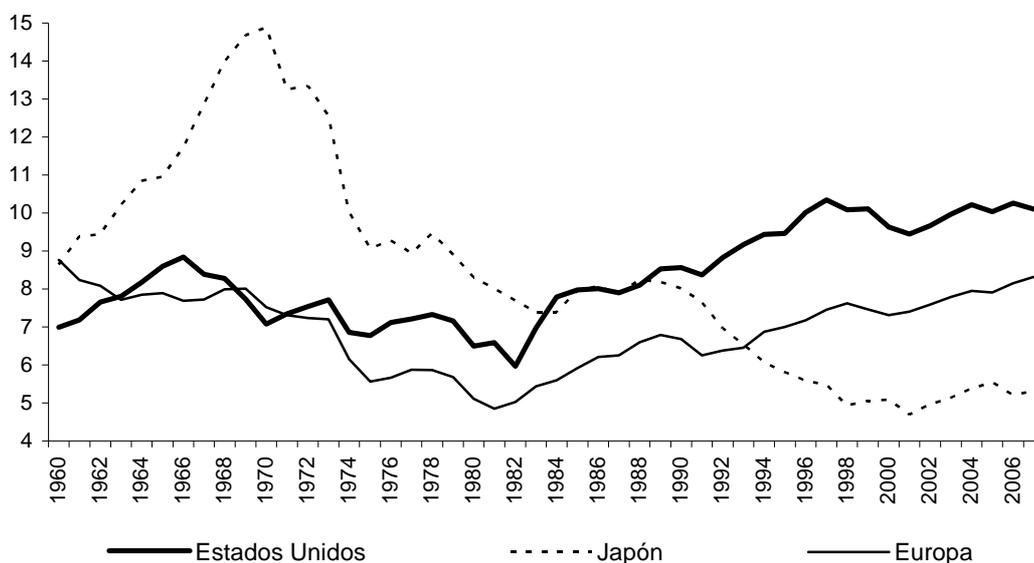
⁵ Tal y como estos autores plantean, la noción de productividad del capital no presupone que el capital cree valor en el sentido de la teoría marxista del valor. Es simplemente un ratio técnico.

⁶ Otros autores, al analizar este periodo hacen mayor hincapié en la pugna distributiva que atravesó las principales economías de la OCDE a finales de los años sesenta: el incremento en las demandas del trabajo durante este periodo, fruto de su organización y de las bajas tasas de desempleo existentes, desencadenaron la contracción de los beneficios y la caída de la rentabilidad. Véase en este sentido Onaran (2005:5) y Plihon (2004: 49).

la que es paradójica, sino su objeto: la economía capitalista” (Kalecki, 1973:13).

Tal y como podemos ver en el gráfico 1, se registra nítidamente esta tendencia a partir de 1967-68 tanto para Europa como para EE.UU. y Japón.

Gráfico 1: Tasa de beneficio, Europa, EEUU, Japón (%)*



* La tasa de beneficio se define aquí como el cociente entre el Excedente Neto de Explotación y el Stock de Capital Neto. La tasa de beneficio de Europa es la media aritmética de las tasas de beneficio de Francia, Alemania y Reino Unido.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AMECO

2.2 MEDIDAS DE AJUSTE FRENTE A LA CRISIS: LIBERALIZACIÓN Y RESURGIMIENTO DEL CAPITAL FINANCIERO.

Durante los primeros años de la crisis (1973-77) los ingresos del capital descendieron rápidamente tanto en EE.UU. como en Europa (Dumenil y Levy, 2004: 14). Los beneficios empresariales eran bajos, y su distribución a los accionistas en forma de dividendos se redujo, al tiempo que la inflación hacía menguar el valor de los préstamos y demás inversiones financieras, situando los tipos de interés reales en valores negativos. La reducción que ello supuso en términos de ingresos para el capital durante los años setenta, junto con la incapacidad de las políticas keynesianas para revertir esta situación, terminó precipitando el giro neoliberal de los años ochenta.

Los poderes industriales y financieros presionaron a los diferentes gobiernos de la OCDE para propiciar un cambio en la política económica, así como una reestructuración a gran escala de la dinámica económica y de las insti-

tuciones (Plihon, 2004: 22). Será a partir de 1979-80, con la llamada “revolución conservadora” impulsada por el presidente norteamericano Ronald Reagan, la primera ministra bri-

tánica Margaret Thatcher y el canciller alemán Helmut Kohl, cuando este giro neoliberal se haga efectivo. En 1979 Paul Volcker desencadenó lo que algunos autores han denominado el “golpe de los tipos de interés” (Dumenil y Levy, 2004: 14), incrementando fuertemente los tipos nominales en un intento por frenar la inflación. A partir de esa primera actuación, se irán desarrollando un conjunto de medidas con la intención de revertir la crisis.

Este conjunto de medidas, que Hufschmid caracteriza como *contrarreformas neoliberales*⁷, tendrán como finalidad fundamental el

⁷ Nos serviremos en este trabajo de la denominación que Hufschmid le da a lo que generalmente se conoce como “reformas estructurales” o como “políticas neoliberales”. El sentido de caracterizarlo como *contrarreformas neoliberales* radica en la necesidad de mostrar que la ofensiva del capital es precisamente contra aquellas reformas conquistadas por el trabajo al finalizar la II Guerra Mundial (pleno empleo, salarios crecientes, empleos

invertir la tendencia de la rentabilidad anteriormente descrita, en un intento por superar las contradicciones propias en las que había encallado la economía mundial desde principios de los años setenta. Para ello, las políticas aplicadas se encaminan a recomponer unas condiciones que permitan la valorización del capital, procediéndose a una generalizada privatización, desreglamentación, liberalización y apertura externa de las principales economías de los países desarrollados (Arrizabalo, 1997: 83-109; Huffschmid, 2002: 258; Plihon, 2004: 23-24). Tal y como señalan Onaran (2005: 4) o Boyer (1998: 36), estas contrarreformas neoliberales –que se traducirán en última instancia en un ataque contra las conquistas históricas del trabajo– no responden a determinismo económico alguno (más allá de la necesidad material de revertir la crisis), sino que fueron una opción de política económica tomada por los diferentes gobiernos de la OCDE debido a la desigual organización institucional y a la desigual capacidad de presión de capital y trabajo en ese contexto histórico.

La forma concreta que toma esta ofensiva del capital resulta de crucial importancia para nuestro objeto de estudio, en la medida en que va a determinar el surgimiento de un nuevo contexto financiero internacional. En efecto, del conjunto de medidas desarrolladas durante este periodo, hay una que va a ser clave para nuestra línea argumental: la liberalización y desreglamentación de los mercados financieros internacionales. Partiendo de la clasificación que hace Chesnais (2004: 18-24 y 1999: 32-41), podemos identificar tres grandes olas desreguladoras a lo largo de las últimas décadas:

- a) Durante el final de los años sesenta y la década de los setenta, se produjo ya una primera fase de liberalización financiera, que reforzó el proceso de “internacionalización financiera indirecta” de sistemas nacionales aún compartimentados. Durante este periodo se produce la desintegración y liquidación del sistema de Bretón-Woods (1971), y la consiguiente apuesta de la administración Nixon por un sistema internacional de cambios flexibles (1973) que garantizase la financiación de su creciente déficit comercial. Al auge de los mercados cambiarios le acompañará la evolu-

ción de EE.UU. y el Reino Unido hacia las finanzas de mercado, liberalizándose el mercado norteamericano de títulos de créditos (obligaciones negociables) y decretándose el fin de la reglamentación del crédito en el Reino Unido (1971). Durante este periodo se forma además el mercado de eurodólares, experimentando éste una rápida expansión durante la década de los setenta, al igual que el reciclaje de los petrodólares y el desarrollo de los préstamos bancarios sindicados.

- b) En una segunda ola liberalizadora, la correspondiente a los años ochenta, se produce el paso simultáneo de las distintas economías de la OCDE a las finanzas de mercado y a la interconexión de sus sistemas financieros nacionales. Es el inicio propiamente del periodo neoliberal, caracterizado por la liberalización tanto de los movimientos de capitales como de los tipos de interés. Durante este periodo, el Estado interviene activamente a favor de las finanzas no sólo eliminando el “corsé keynesiano” y liberalizando estos movimientos, sino también colaborando intensamente en el desarrollo de nuevos mercados, como es el caso de los mercados internacionales de deuda pública que los diferentes gobiernos titularizan⁸. Así, la década de los ochenta resulta clave para explicar el proceso de resurgimiento y apuntalamiento del nuevo poder del capital financiero, en la medida en que se sucedieron numerosas medidas a favor de las finanzas: a la fuerte subida de tipos de 1979 (con la consiguiente transferencia de rentas que posteriormente se abordará), se le sumaron la apertura de nuevos espacios de valorización (bien mediante la liberalización de mercados anteriormente regulados, como los de crédito bancario, o bien mediante la creación y desarrollo de otros nuevos, como los de deuda pública). Durante esta década se va a desarrollar en definitiva el paso de un régimen financiero

estables, seguridad social, pensiones públicas, servicios sociales públicos, etc.). Véase Huffschmid (2002: 258).

⁸ Para una explicación más detallada de por qué el proceso de titularización de la deuda pública ha sido uno de los principales motores de la mundialización financiera, véase Plihon (1999): “Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas liberales. Algunas referencias keynesianas”, en (Chesnais, 1999).

de endeudamiento administrado a unas finanzas de mercado ampliamente liberalizadas.

- c) Finalmente, una tercera ola liberalizadora se puede situar en la década de los noventa, con la desregulación internacional generalizada de los mercados de acciones. Durante esta década se produce además la explosión de los mercados cambiarios y de los productos derivados, la aceleración del crecimiento de los mercados de obligaciones y la extensión fuera de la zona OCDE del régimen de finanzas de mercado desintermediadas y de titularización de la deuda pública. La interconexión entre las diferentes economías nacionales se profundiza, la extensión del arbitraje se generaliza y se incorporan los denominados “mercados emergentes” a los destinos principales de los movimientos de capitales.

Este generalizado proceso de liberalización financiera acontecido en la economía mundial durante los años setenta y, sobre todo, ochenta y noventa, ha impulsado –junto con la titularización de la deuda pública y la necesidad de financiar los enormes déficit fiscales y de balanza de pagos norteamericanos– el desarrollo de los mercados financieros internacionales y el secular proceso de internacionalización y mundialización del capital financiero (Brenner, 2004: 71-73; Chesnais, 2004: 25-28). Así, liberalización, mundialización financiera y financiarización son tres procesos que han ido de la mano y se han reforzado mutuamente.

3. Características del nuevo contexto financiero internacional

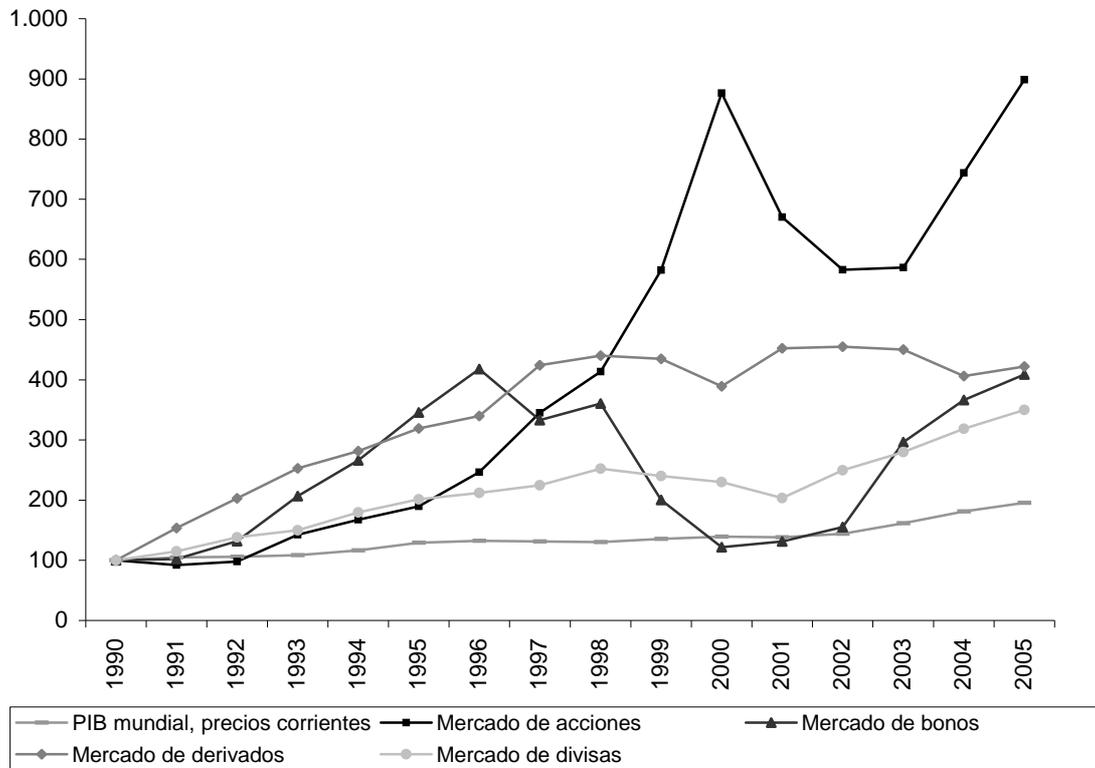
La espectacular eclosión de los mercados financieros internacionales desde finales de los años setenta ha determinado el surgimiento de un nuevo contexto financiero mundial, formado por un conjunto de sistemas financieros nacionales totalmente interconectados y fuertemente jerarquizados entre sí (Cartapanis, 2004: 35-36). Este nuevo contexto va a jugar un rol particularmente importante a la hora de determinar el comportamiento económico de las empresas, hogares y estados, hasta el punto que son muchos los autores que caracterizan la

situación de la economía mundial actual con el apellido de las finanzas. Desde que Aglietta (1998) denominase como “capitalismo patrimonial” al nuevo esquema de funcionamiento macroeconómico inaugurado a comienzos de los años ochenta, otros autores se han incorporado al debate promovido por la Escuela de la Regulación. Así, con matices muy distintos en cada caso, este nuevo esquema de funcionamiento macroeconómico ha sido caracterizado como “régimen de crecimiento dirigido por las finanzas” (Boyer, 2000), “economía mundial financiarizada” (Epstein, 2005), “régimen de acumulación financiarizado” (Chesnais, 2003), “capitalismo accionario” (Plihon, 2004) o “capitalismo financiero” (Batsch, 2002a), término este último al que se sumará el propio Aglietta a partir de 2004 (Aglietta y Reberieux, 2004). En definitiva, todos estos trabajos evidencian, a pesar de sus distintos puntos de vista y sus diferentes marcos teóricos, el papel preponderante que las finanzas han pasado a jugar en la determinación del comportamiento de los agentes y de las principales variables macroeconómicas de los países desarrollados.

Este nuevo contexto financiero internacional surgido de las políticas liberalizadoras de los años ochenta y noventa presenta, entre otras, las siguientes características (Correa y Girón, 2004: 24-27; Medialdea, 2003: 28-32; De Bois-sieu, 2004: 6-9; Palazuelos, 1998):

- Desde finales de los años setenta, los mercados financieros internacionales han experimentado un espectacular crecimiento, presentando cifras verdaderamente colosales. Si bien es cierto que la supresión del “corsé keynesiano” de las finanzas ha devuelto a éstas a una situación similar –al menos en el plano cualitativo– a la de comienzos del siglo XX (Bordo *et al.*, 1999), la ingente magnitud que han alcanzado estos mercados no tiene precedentes. El gráfico 2 permite ver el crecimiento de los mercados financieros internacionales desde 1990 hasta 2005. Tal y como podemos observar en dicho gráfico, mientras que el PIB mundial a precios corrientes se ha duplicado durante este periodo, el volumen de transacciones de los mercados de divisas se ha multiplicado por 3,5, el de deuda pública y el de derivados por 4, y el de acciones por 9.

Gráfico 2: Crecimiento del volumen de transacciones en los mercados internacionales de capitales, 1990-2006 (Índice 100. Año base 1990)



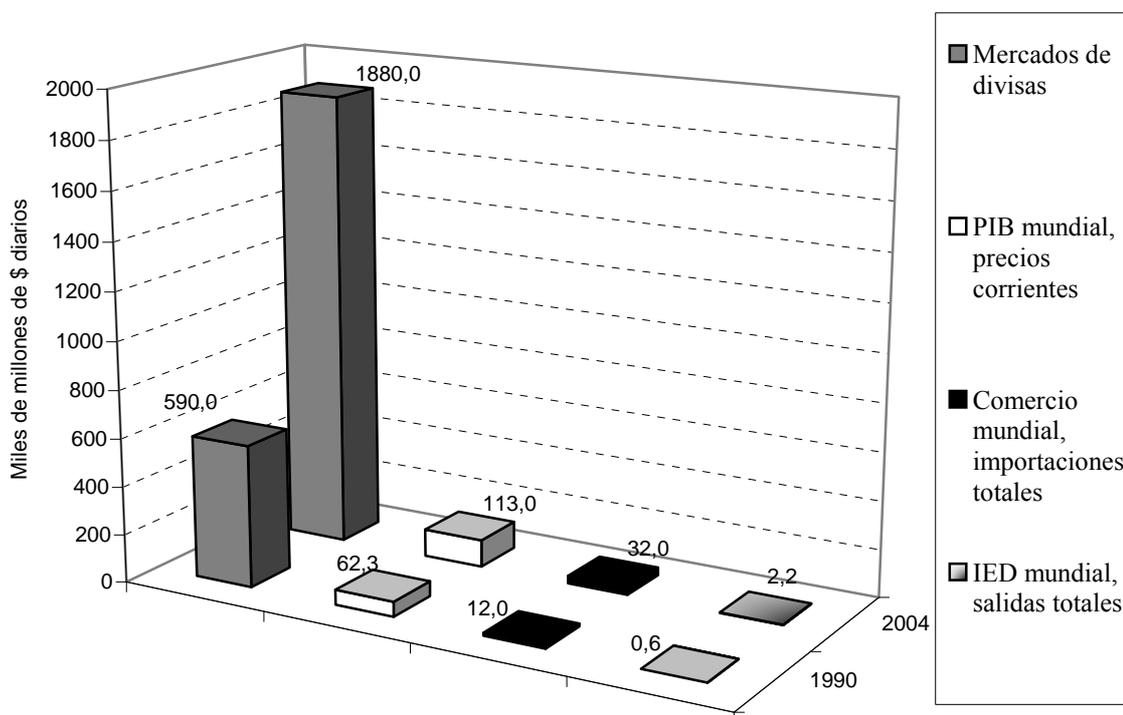
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BIS, World Federation of Exchanges, FMI (*Global Financial Stability Report 2006*), FMI (*World Economic Outlook Database*, September 2006). (Ver tabla 1 del anexo estadístico)

- La acumulación de activos financieros presenta un carácter ficticio. El crecimiento de la liquidez internacional a lo largo de los años ochenta y noventa ha sido tal que los flujos de los mercados financieros desbordan el valor de las variables económicas fundamentales (expresión de la riqueza real producida), como puedan ser el PIB, la inversión empresarial, el comercio internacional o el nivel de reservas mundiales. El exponencial crecimiento del mercado de divisas es un ejemplo paradigmático de este colosalismo financiero: si a finales de los años setenta el volumen de transacciones diarias en dicho mercado alcanzó un valor equivalente a 75.000 millones de dólares, en 1989 ya era de 600.000 millones de dólares, para pasar a ser de 1,2 billones de dólares diarios en 1995 y de 1,8 billones en 2004. Tal y como vemos en el gráfico 3, en este último año el valor de las divisas negociadas en un solo día era muy superior al valor diario de las principales va-

riables de la economía real (15 veces superior al PIB mundial, 60 veces superior al co

mercio mundial y 800 veces por encima de la inversión extranjera directa internacional), habiéndose incrementado además esta divergencia con respecto a 1990.

Gráfico 3: Volumen de transacciones en los mercados internacionales de capitales comparado con las principales variables reales, 1990-2004 (transacciones diarias)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BIS, OMC, FMI (*World Economic Outlook Database*, September 2006), UNCTAD

La acumulación de activos financieros en la dinámica capitalista –tal y como señalaron tanto Marx como Keynes– descansa sobre el carácter fuertemente ficticio de dichos activos (Brunhoff, 2006: 25-35), como se pone de manifiesto cuando los cambios de coyuntura económica hacen que sea imposible reconocer todas las deudas contraídas por los inversores financieros con la economía real. Sin embargo, un fenómeno particularmente relevante de la economía mundial actual es que esta acumulación de activos financieros no va a resultar “neutra” para el desarrollo de la actividad empresarial, sino que, a pesar del componente fuertemente ficticio que presenta, va a influir notablemente sobre la actividad real.

Esta importante influencia de la esfera de las finanzas sobre la esfera productiva –característica de la economía mundial actual– es la que permite acuñar, como ya hemos mencionado, el propio concepto de *financiarización* económica, entendida ésta

como primacía de las relaciones financieras en la dinámica de funcionamiento macroeconómico y en las prioridades de los agentes, empresas, hogares y administraciones públicas, así como el poder de los inversores financieros en el interior de las organizaciones productivas⁹.

- Apertura financiera de las distintas economías nacionales. Esta apertura financiera de las distintas economías nacionales ha permitido –a través de las distintas fases de liberalización financiera vistas anteriormente– la desconexión entre ahorro e inversión nacional y ha favorecido los movimientos transfronterizos. De este modo, se ha conformado un mercado financiero mundial en el que los procesos de transacción y valorización se llevan a cabo a escala global, en el marco de sistemas financieros nacionales to-

⁹ Para un análisis más profundo de este concepto véase Dumenil y Levy (2004: 110-118), Palazuelos (1998: 205-207), Ribeiroux (2003: 26-27), Stockhammer (2004: 724-28) y Martínez González-Tablas (2007: 269-345).

talmente interconectados y fuertemente jerarquizados.

- Transformación de los sistemas bancarios nacionales. Estos sistemas han sufrido profundas transformaciones en los diversos países de la OCDE a lo largo de las últimas décadas: así, paralela a la privatización de los flujos financieros nacionales e internacionales, y a la notable disminución del endeudamiento público a escala internacional, se ha producido la privatización de los sectores bancarios de los países de la OCDE. Además, se ha dado un importante proceso de desintermediación financiera, según el cual la banca tradicional ha perdido peso y cuota de mercado en beneficio de relaciones financieras caracterizadas por una menor presencia de los intermediarios. En cuanto a la propia actividad bancaria, se ha producido un cambio desde fondos bancarios hacia pasivos con remuneración (procedentes principalmente de mercados monetarios), hacia el crecimiento de la titularización del crédito, así como hacia el enorme incremento de las operaciones fuera de balance de los bancos. Ello ha modificado la estructura de ingresos de los bancos, haciéndola pivotar desde márgenes hacia comisiones. Se ha producido igualmente una tendencia a la eliminación de las fronteras que tradicionalmente habían separado a la banca de depósito y a la banca de inversión, fortaleciéndose la actividad en los mercados de dinero y capitales y debilitándose el crédito bancario. Por último, destaca la creciente debilidad de los sistemas de regulación y supervisión financiera, fruto de los rápidos procesos de apertura externa, desregulación y liberalización de los diferentes mercados nacionales e internacionales.

- Crecientes imperfecciones de los mercados financieros, debidas fundamentalmente a asimetrías en la información. Estas asimetrías en la información entre acreedores y deudores contribuyen a explicar la existencia de problemas de contagio, comportamientos de rebaño entre los inversores financieros, equilibrios múltiples, así como una serie de incertidumbres para la estabilidad de los mercados financieros internacionales (selección adversa, riesgo moral, existencia de usuarios gratuitos...) (Mishkin, 2001; Olivieri, 2001). Así, estas asimetrías, aunque no determinan en exclusividad los fenómenos de inestabilidad financiera como plantean algunos autores, sí complementan la explicación sobre la

existencia de ciclos de abundancia y escasez de liquidez internacional y, con ello, el por qué y el cuándo del shock inicial (por ejemplo, una retirada de capitales), que determina que una situación de inestabilidad financiera estructural desate finalmente o no una crisis.

La configuración del nuevo contexto financiero internacional que acabamos de caracterizar introduce importantes novedades en el funcionamiento económico general que repercuten directamente sobre la toma de decisiones empresariales. En particular destacan tres¹⁰:

En primer lugar, la política económica se subordina a garantizar los rendimientos financieros de los mercados internacionales de capitales, siendo prácticamente inexistente el margen para la aplicación de políticas autónomas anticíclicas. En concreto, el nuevo contexto financiero internacional se apoya en un cambio en la orientación de la política monetaria, cuyo nuevo objetivo es ofrecer garantías a los acreedores mediante niveles de inflación estables y reducidos, y tipos de interés reales elevados¹¹ (particularmente durante los años ochenta).

En segundo lugar, la naturaleza de la financiación captada por empresas, hogares y administraciones públicas pasa a ser altamente líquida y basada en la lógica de obtención de rendimientos a corto plazo. Esta naturaleza altamente líquida contribuye a un elevadísimo grado de volatilidad de la financiación captada por los distintos agentes. Esto se hace particularmente patente en el capital extranjero que penetra a las distintas economías nacionales, que presenta un patrón de comportamiento muy volátil, protagonizando episodios de abruptas entradas y salidas y deshaciendo posiciones con gran rapidez. Dichas entradas y salidas abruptas provocan crecientes convulsiones internacionales, multiplicando las crisis financieras, cambiarias y bancarias, así como los efectos de contagio a escala internacional.

Finalmente, una de las consecuencias más importantes que este nuevo contexto financiero internacional ha tenido sobre el funciona-

¹⁰ Para un análisis más detallado de los efectos globales desencadenados por el proceso de financiarización internacional véase el trabajo de Martínez González-Tablas (2007: 323-345).

¹¹ Orlan (1999) se refiere a este nuevo contexto en el que la política económica privilegia los intereses de accionistas y prestamistas frente al capital productivo como la "dictadura de los acreedores".

miento económico, es el surgimiento de un nuevo modelo de gestión empresarial que ha modificado las estrategias de las sociedades. Al análisis de este punto consagraremos el siguiente apartado.

4. Impacto del nuevo contexto financiero internacional sobre la dinámica empresarial: los inversores institucionales y el *corporate governance*.

4.1- IMPORTANCIA DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES.

Una característica del nuevo contexto financiero internacional, además de las que acabamos de señalar anteriormente, que va a resultar fundamental para nuestro objeto de estudio y que merece por tanto la pena analizar detenidamente, es el surgimiento de un nuevo tipo de agentes financieros a escala mundial: los inversores institucionales. Estos inversores están formados fundamentalmente por tres categorías de agentes: fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros, con desigual implantación de cada uno de ellos según el país que consideremos.

El formidable desarrollo de las diferentes categorías de inversores institucionales se ha visto favorecido por numerosos factores (Aglietta,

1998; Plihon y Ponsard, 2002: 17; Jeffers y Plihon, 2001: 10-11), de entre los que se pueden destacar no sólo la desreglamentación internacional, sino también los procesos de titularización de los déficit públicos de los países de la OCDE, el pivotar de empresas y bancos hacia financiación mediante fondos propios, los programas de privatización en Europa, el aumento del precio de los activos y el “efecto llamada” que ello ha tenido sobre los ahorradores, la favorable fiscalidad del ahorro institucional, y la notable incertidumbre sobre la financiación de las pensiones en un contexto de privatización progresiva de los sistemas de reparto. Todos estos factores han permitido que estos inversores sean capaces de reorganizar a escala mundial el ahorro y las pensiones de los hogares, transformándolos en capital con capacidad de valorizarse en la esfera financiera (Jacot y Le Duigou, 2001: 17-37) e imponer nuevas dinámicas de funcionamiento a las empresas.

La importancia creciente del papel que juegan estos inversores institucionales en la economía mundial radica en el inmenso volumen de activos financieros que gestionan: más de 43 billones de dólares en 2004 (ver tablas 2, 3 y 4 del anexo estadístico), lo que supone gestionar activos muy por encima en ocasiones del propio PIB de los países, tal y como podemos ver en el cuadro 1 (en 2004 los inversores institucionales norteamericanos eran propietarios de activos financieros por valor del 183% del PIB de su país, del 209% en el caso de los inversores del Reino Unido, y del 150% en el caso de Francia).

Cuadro 1: Activos financieros de los inversores institucionales (% del PIB)

PAIS	1981	1985	1990	1995	2000	2001	2004
EE.UU.	70,5	93,7	114,2	153,0	199,9	191,1	182,9
Japon			116,5	151,8	132,2	107,5	146,9
Reino Unido	48,8	68,8	118,7	157,3	200,2	171,6	209,3
Francia	10,7	22,6	63,3	98,6	110,3	102,2	156,4
Alemania	18,7	21,0	41,8	61,7	71,7	68,2	86,8
Holanda	77,9	83,9	141,2	191,3	177,5	154,5	215,1
Canadá	35,4	38,8	63,2	76,1	93,9	88,6	112,6
Italia			14,8	30,3	73,4	67,7	93,4
Total OCDE	34,4	44,1	83,0	113,5	138,4	128,3	137,8

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD.

Las tasas de crecimiento de los activos gestionados por los inversores institucionales han sido especialmente elevadas durante las últimas décadas, en particular durante los años noventa. No obstante, dicho crecimiento no ha evolucionado paralelamente (ver cuadro 2 y gráfico 4). Mientras que durante los años noventa los activos financieros detentados por las compañías de seguros crecieron a una tasa media anual del 9,5%, y los de los fondos de

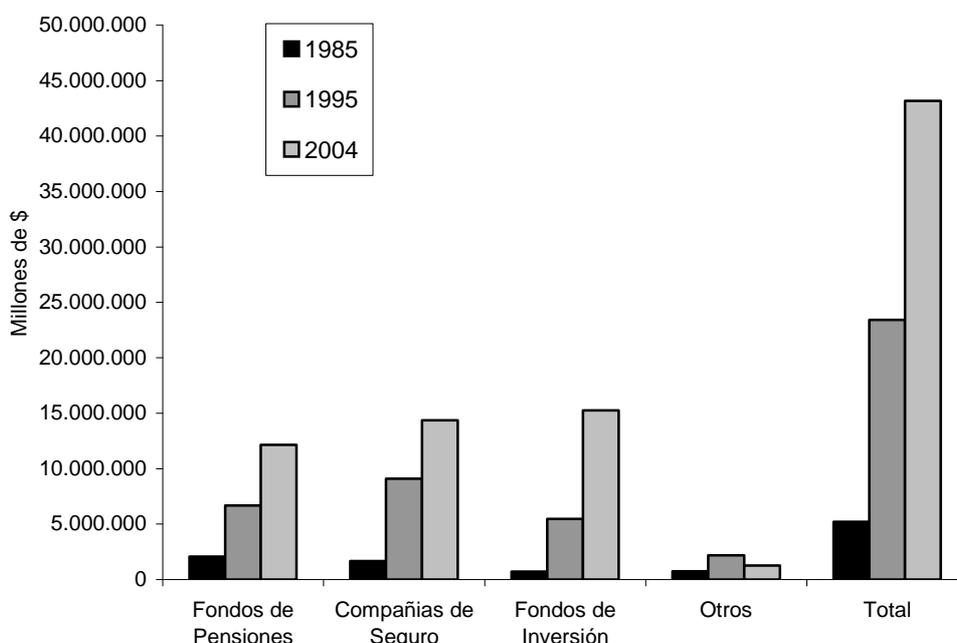
pensiones lo hacían al 10,9%, los fondos de inversión experimentaron una progresión del 18,0% anual. Así, en 2004 –tal y como se puede observar en el Gráfico 4– los fondos de inversión se habían consolidado ya como los inversores institucionales que más activos detentaban a escala mundial (15 mil millones de dólares), por encima de las compañías de seguro (14,5 mil millones) y de los fondos de pensiones (12 mil millones).

Cuadro 2: Crecimiento de los activos detentados por los distintos agentes financieros a escala mundial (Tasa media anual acumulada %)

	1981-89	1990-99	2000-04
Fondos de Pensiones	18,2	10,9	4,2
Compañías de Seguro	20,2	9,5	5,3
Fondos de Inversión	27,3	18,0	7,4
Otros	15,3	7,6	-20,1
Total	19,8	11,7	4,2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD.

Gráfico 4: Activos financieros de los inversores institucionales (millones de dólares USA)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD (Ver tabla 2 del anexo estadístico)

4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y LA NUEVA GESTIÓN EMPRESARIAL: EL CORPORATE GOVERNANCE.

En las tablas 2, 3 y 4 del anexo estadístico podemos observar la clara posición hegemónica que detentan los inversores institucionales norteamericanos, fruto del proceso de concentración de capitales a escala mundial así como del carácter privado del sistema de pensiones estadounidense. Estos inversores institucionales surgidos del proceso de desreglamentación de las finanzas internacionales operan en los mercados financieros internacionales con tres objetivos (Batsch, 2002a y 2002b): obtener la mayor rentabilidad viable manteniendo el mayor grado de liquidez posible de sus activos, al tiempo que diversifican el riesgo de sus inversiones tanto sectorial como geográficamente. Esta sencilla regla de actuación de los gestores de fondos de inversión, de pensiones, y de compañías de seguros, ha llevado a estos inversores –de carácter marcadamente anglosajón– a una notable expansión por las diferentes plazas financieras internacionales, por los distintos mercados de activos y por los distintos sectores de actividad.

Así, la presencia de los inversores institucionales en las empresas cotizadas de todo el mundo se ha impuesto como una realidad contemporánea que, a pesar de que se materializa muy desigualmente según los países, condiciona la actividad y prioridades de dichas empresas. Tal y como podemos ver en el cuadro 3, la composición de cartera de los inversores institucionales se ha ido modificando en los países de la OCDE hacia un menor peso de los préstamos y de los bonos, y hacia una progresiva preponderancia de las acciones.

La masiva presencia de estos nuevos inversores en el capital de las principales empresas de los países de la OCDE ha dado lugar a una profunda alteración del marco general en el que se desarrolla la gestión empresarial. Se ha producido con ello el surgimiento y aplicación de un nuevo conjunto de criterios de gestión propios de lo que se ha dado en llamar *corporate governance*¹². Estos nuevos criterios responden al paso de un modelo de gestión empresarial de tipo “*managerial*” o “*stakeholder*”, basado en el control interno de la empresa por parte del consejo de administración y los directivos, a uno de tipo “*shareholder*”, basado en el control externo ejercido por los mercados financieros liberalizados (Jeffers y Plihon, 2001: 16).

Algunos autores analizan esta cuestión considerando que los nuevos inversores institucionales que gestionan una cartera de activos financieros diversificados, no tienen necesariamente los mismos intereses y objetivos que tradicionalmente tenían los accionistas de referencia de las empresas (Jeffers y Plihon, 2001). Desde nuestro punto de vista, el hincapié no debe hacerse tanto en la posible divergencia de objetivos entre ambos modelos de gestión empresarial –que en última instancia no buscan más que la valorización de un capital inicial invertido–, cuanto en los nuevos instrumentos con los que en este momento cuentan los accionistas para garantizar que dicha valorización se desarrolle en las mejores condiciones posibles.

En este sentido, y tal y como señala Orléan en *Le Pouvoir de la Finance* (1999) “la liquidez expresa la voluntad de autonomía y dominación de las finanzas” (Orléan, 1999: 49). El

Cuadro 3: Composición de cartera de los inversores institucionales por país. Distribución porcentual en cada país

PAIS	Bonos		Acciones		Préstamos		Otros	
	1992	2000	1992	2000	1992	2000	1992	2000
EE.UU.	45	33	30	48	13	9	12	10
Japon	37	55	22	17	29	17	12	3
Reino Unido*	14	14	68	68	1	1	16	17
Francia	66	46	19	44	8	2	8	8
Alemania	42	40	10	28	42	27	4	5
Italia	77	48	9	23	1	0,1	13	28
Canadá	48	42	21	26	15	6	15	26

* Datos de 1999

Fuente: OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD.

¹² Esta expresión anglosajona es utilizada por la literatura especializada para referirse al tipo de gestión empresarial derivada de la soberanía accionarial. Véase en este sentido Pérez (2003), así como Rodríguez Fernández (2003).

papel que juega la gran liquidez de los mercados financieros internacionales –uno de los rasgos esenciales de estos mercados, tal y como se vio anteriormente–, es crucial a la hora de analizar los vínculos teóricos entre el nuevo contexto financiero internacional y los recientes cambios en la gestión empresarial. La liquidez de los mercados internacionales de capitales –fruto de los procesos de liberalización e internacionalización financiera– otorga un inmenso poder a los inversores institucionales en la medida en que les permite deshacer posiciones instantáneamente y castigar a aquellas empresas que no cumplan con los criterios de rentabilidad y gestión establecidos por dichos mercados, arriesgándose así éstas a fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles, OPA's hostiles, etc. Se constata con ello, hasta cierto punto, la contradicción planteada por Aglietta (2004) de que cuanto más líquidos son los mercados financieros, más alejan a los accionistas de las empresas en lugar de favorecer su control directo, potenciándose las estrategias de abandono del capital de una empresa lo más rápido posible y sin perder valor (Reberioux, 2003: 26).

Este control externo encuentra su instrumento de apoyo privilegiado en el papel que juegan los mercados bursátiles secundarios. La capacidad que tienen hoy día estos mercados de actuar como lo que Coutrot (1998: 22-226) ha denominado “dispositivo cognitivo colectivo” (para directivos, inversores financieros, etc.), es inmensa. Estos mercados han desarrollado la capacidad de comportarse como sistemas de validación públicos (Aglietta, 2000: 148-150), identificando los objetivos financieros que debe cumplir la empresa, estableciendo la norma de rentabilidad y demás convenciones sobre la gestión empresarial, y haciendo visible a todos los agentes en tiempo real el grado de cumplimiento de dichos objetivos.

Pero este control externo de la empresa se ve reforzado además por un segundo punto de apoyo, crucial para entender el denominado “poder de las finanzas”: la nueva estructura de propiedad a la que da lugar la búsqueda de diversificación del riesgo y de plena liquidez de los inversores institucionales. Tal y como han planteado autores como Roe (2001 y 1995), Morin y Rigamonti (2002), o Farnetti (1999), las políticas accionariales de los inversores institucionales anglosajones han determinado la formación de una nueva estructura de propiedad del capital, caracterizada ésta por una gran dilución de las participaciones deten-

tadas por estos inversores. Así, los inversores institucionales apenas sobrepasan participaciones de más del 1-2% del capital de una determinada empresa, puesto que esta forma de control garantiza la diversificación del riesgo y la liquidez de sus propiedades, en la medida en que el inversor puede desprenderse inmediatamente de ellas mientras el resto de su cartera de negocio sigue distribuida de manera “ideal”, garantizándose de esta forma la estabilidad de los rendimientos financieros del conjunto de sus activos. No obstante, a pesar de que cada uno de dichos fondos tomados individualmente presenta participaciones muy pequeñas, los inversores institucionales mantienen, en conjunto, grandes participaciones en el seno de las principales empresas de las economías desarrolladas¹³.

A partir de este control externo de la empresa, el objetivo de los inversores institucionales es doble: por un lado reducir al máximo las tradicionales asimetrías de información destacadas por la Teoría de la Agencia, que benefician a los directivos internos de la empresa y, en segundo lugar y subordinando al anterior objetivo, que la dirección de la empresa encamine todas sus acciones a la maximización del valor accionarial del capital invertido. El interés último de los accionistas reside en el rendimiento financiero de sus títulos, tanto en forma de dividendos como en forma de plusvalías bursátiles; la empresa es considerada por lo tanto como un activo que debe maximizar su valor bursátil por encima de cualquier otro objetivo (Plihon, 2004: 66-67).

En sentido estricto, la idea de la creación de valor para el accionista no es más que la formalización teórica de una vieja concepción empresarial según la cual los capitales propios de los accionistas, como todo factor de producción, tienen un coste de oportunidad, que es igual en este caso a la remuneración que podría ser obtenida en una inversión alternativa con un nivel de riesgo comparable (Batsch, 2002a: 74-75). Así, toda inversión empresarial requerirá este suelo mínimo de rentabilidad sin el cual no puede desarrollarse. Cuando la empresa consigue igualar la tasa “normal” de rentabilidad de su sector de actividad, decimos que ésta conserva su valor; si la rentabilidad empresarial cae por debajo de dicha tasa, la

¹³ Es lo que podríamos denominar “efecto piraña”: ninguno de los inversores institucionales por sí mismo tiene fuerza suficiente para alterar la política empresarial, pero la acción sumada de todos ellos resulta determinante. Para un análisis más detallado en este sentido véase Álvarez (2007: 48-49).

empresa destruirá valor, y si lo supera, la empresa crea valor neto para el accionista. Los mercados internacionales de capitales imponen de forma generalizada a las empresas objetivos de maximización del valor accionarial creado, de forma que las empresas traten de “batir el mercado” y convertirse en empresas líderes dentro de sus respectivos sectores.

La OCDE (1998) resume estos desarrollos del siguiente modo:

“Uno de los cambios estructurales más significativos en las economías de los países de la OCDE en los años ochenta y noventa ha sido la emergencia de mercados cada vez más eficientes en control empresarial y un paralelo incremento de la capacidad de los accionistas de influir a los directivos de las sociedades anónimas. En particular, debido a las mayores posibilidades de los inversores de usar los mercados de capitales para medir y comparar el funcionamiento de las empresas y disciplinar a los directivos, el compromiso de los directivos de generar valor accionarial se ha tornado perceptiblemente más fuerte; esto representa un cambio significativo en el comportamiento de las grandes empresas.” (OECD, 1998: 15)

Dichos mercados se sirven del desarrollo de diferentes métodos e indicadores de análisis financiero, de entre los cuales el más conocido y utilizado es el EVA (*Economic Value Added*, desarrollado por la consultora Stern & Steward), para controlar y monitorizar el cumplimiento de dichos objetivos (Montagne y Sauviat, 2001: 10-13 y Commissariat Général du Plan, 2002: 19-47). Un EVA positivo es reflejo de que el resultado económico de la empresa después de remunerar el conjunto de capitales invertidos, endeudamiento y fondos propios, así como la fuerza de trabajo, es positivo, lo cual significa que ésta ha creado valor para sus accionistas. Esta es una condición necesaria, aunque no suficiente, para alcanzar la convención que fijan los inversores financieros en los mercados internacionales de capitales de una tasa de retorno o ROE (*Return On Equities*) del 15%¹⁴. Empresas o unidades de negocio dentro de una empresa que no arrojen un EVA positivo –y que por tanto, desde el

punto de vista financiero, no creen valor para el accionista o éste no sea juzgado como suficiente dado el sector de actividad– serán susceptibles de ser cerradas en cualquier momento, al margen de que tengan beneficios positivos y sean rentables. El objetivo de la rentabilidad económica queda así subordinado al de la rentabilidad financiera en este nuevo contexto financiero internacional, expresión del propio proceso de financiarización el que hemos aludido anteriormente.

De cara al logro de este objetivo de maximización del valor accionarial, los inversores institucionales imponen una serie de principios, vía *corporate governance*, a las empresas (Batsch, 2002a: 26-33; Morin, 1998: 36; Jeffers y Plihon, 2001: 16-17; Commissariat Général du Plan, 2002: 24):

- Transparencia y continuidad en la información que éstas proporcionan a los accionistas (contacto permanente con inversores, publicación trimestral de un conjunto de ratios e indicadores informativos, adopción del sistema contable anglosajón, explicación exhaustiva de la estrategia empresarial).
- Garantía y facilidad de ejercer los derechos de voto de los accionistas minoritarios y no residentes (caso frecuente de los inversores institucionales).
- Reestructuración de los consejos de administración (restauración de un mayor control y vigilancia sobre ellos, entrada de administradores independientes, separación de las funciones de presidente y director general, creación de comités de auditoría...).
- Ausencia de medidas anti-OPA (eliminación de las acciones preferentes, los contratos blindados, las *poison-pills*, etc.).
- Nuevos sistemas de remuneración de los directivos basados en el desarrollo de *stock options*, que fusionen los intereses de éstos con los de los accionistas.

¹⁴ Para un análisis en profundidad de las reivindicaciones en términos de rentabilidad de los inversores institucionales, véase Bethèze (2003).

- Adecuación a un modelo de estrategia industrial y comercial estandarizado.
- Adhesión al discurso público del valor accionarioal.

El incumplimiento generalizado de estos principios por parte de las empresas, puede derivar (y suele hacerlo) en el castigo de los mercados financieros y en la venta de las participaciones accionariales en manos de los inversores institucionales.

5. Conclusiones

A lo largo de este trabajo hemos visto cómo la crisis de rentabilidad por la que atravesó el sistema capitalista durante los años setenta ha tratado de ser superada con el despliegue de todo un conjunto de contrarreformas neoliberales, que presentaban como una de sus principales aristas la desreglamentación y liberalización de los mercados financieros internacionales. Estas medidas han dado lugar a un nuevo contexto financiero internacional caracterizado por la preeminencia de la liquidez y por el poder de los inversores institucionales a escala mundial. A su vez, estos elementos han transformado las relaciones de la esfera financiera con las empresas industriales y de servicios, posibilitando –a través de los nuevos instrumentos de control garantizados por dicha liquidez– la primacía de los objetivos financieros al interior de estas organizaciones.

No obstante, es necesario situar estas transformaciones en un marco más amplio para entender que no redefinen el propio concepto de capital financiero ni los grupos sociales que integran dicha categoría, más allá de la forma concreta que ésta pueda adoptar. Además, no se puede exagerar el papel que los nuevos inversores institucionales tienen en cuanto a su impacto económico: sin duda su acción es muy relevante, pero se acompaña de una serie de “encadenamientos” fuertes –hacia delante y hacia atrás– con otra serie de agentes que es necesario identificar para analizar correctamente el funcionamiento del nuevo contexto financiero internacional.

Así, los inversores institucionales gestionan sumas ingentes provenientes en una parte muy importante del ahorro salarial, pero –la mayoría de las veces– están controlados en última instancia por la banca tradicional: por los ban-

cos de inversión (Goldman Sachs, Merry Lynch, Morgan Stanley, Shellman Brothers, etc.) en el caso de los inversores norteamericanos, y por la propia banca universal (Deutsche Bank, BNP Paribas, Grupo Santander, etc.) en el caso de los inversores europeos. Además, los inversores institucionales recurren sistemáticamente a estos bancos de inversión –que actúan así como “marcadores” del mercado– para garantizarse el asesoramiento y gestión de sus distintas operaciones.

Además, los altos directivos de las empresas presentan habitualmente intereses soldados con los de los inversores financieros y demás accionistas, fruto de la aplicación de las mencionadas medidas de participación accionarial impulsadas por estos inversores.

De este modo, el funcionamiento de este contexto financiero internacional –así como la propia caracterización del capital financiero contemporáneo– no responde exclusivamente a la lógica desencadenada por la acción de los inversores institucionales. Estos agentes son dirigidos y asesorados por la tradicional banca de negocios a cambio de elevadas comisiones, y están íntimamente vinculados con los altos directivos de las empresas a través de los mecanismos de *stock options*. Es este triángulo –banca de negocios, inversores institucionales y altos directivos– el que constituye actualmente el núcleo duro del capital financiero internacional, determinando además poderosamente el desenvolvimiento del nuevo contexto financiero mundial y del conjunto de la actividad empresarial.

ANEXO ESTADÍSTICO:

Tabla 1: Volumen de transacciones en los mercados internacionales de capitales, 1990-2006, dólares USA, miles de millones.

	PIB mundial, precios corrientes	Volumen de transacciones mercado de acciones	Volumen de transacciones mercado de bonos	Volumen de transacciones mercado de derivados	Volumen de transacciones mercado de divisas*
1990	22.722	5.682	3.180	2.286	590
1991	23.914	5.255	3.254	3.521	-
1992	24.101	5.586	4.198	4.638	818
1993	24.657	8.097	6.580	5.780	-
1994	26.488	9.527	8.468	6.437	-
1995	29.391	10.784	10.997	7.294	1.190
1996	30.080	14.004	13.295	7.774	-
1997	29.928	19.617	10.591	9.702	-
1998	29.682	23.502	11.466	10.066	1.490
1999	30.786	33.075	6.377	9.943	-
2000	31.650	49.784	3.875	8.897	-
2001	31.456	38.091	4.185	10.335	1.200
2002	32.714	33.117	4.933	10.395	-
2003	36.751	33.331	9.429	10.290	-
2004	41.258	42.266	11.646	9.282	1.880
2005	44.455	51.052	13.003	9.653	-

(*) El valor total del volumen de transacciones del mercado de divisas está recogido en valores diarios, y no anuales, a diferencia del resto de series.

Fuente: BIS, World Federation of Exchanges, FMI (*Global Financial Stability Report 2006*), FMI (*World Economic Outlook Database, September 2006*)

Tabla 2: Activos financieros de los inversores institucionales (en millones de dólares USA)

	1985	1995	2004
Fondos de pensiones	2.060.954,8	6.674.413,7	12.148.990,0
Compañías de seguros	1.679.633,1	9.097.587,2	14.360.641,1
Fondos de inversión	726.397,5	5.463.284,9	15.254.449,0
Otros	754.070,2	2.196.542,8	1.279.883,0
Total	5.221.055,5	23.431.828,7	43.182.351,6

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD

Tabla 3: Activos financieros de los inversores institucionales (en millones de dólares USA)

PAIS	1981		1985		1990	
	Millones de \$	Porcentaje	Millones de \$	Porcentaje	Millones de \$	Porcentaje
EE.UU.	2.189.800,0	74,6	3.925.000,0	75,2	6.572.200,0	48,1
JAPON	-		-		2.708.419,7	19,8
U.K.	248.272,8	8,5	470.778,4	9,0	1.116.780,5	8,2
FRANCIA	64.423,2	2,2	171.825,3	3,3	655.653,0	4,8
ALEMANIA	144.561,1	4,9	217.499,2	4,2	599.007,5	4,4
HOLANDA	116.406,5	4,0	162.627,0	3,1	378.304,4	2,8
CANADÁ	106.576,3	3,6	154.036,5	3,0	337.920,8	2,5
ITALIA	-		-		146.636,6	1,1
TOTAL MUNDIAL	2.936.261,8	100,0	5.221.055,5	100,0	13.667.784,3	100,0
PAIS	1995		2000		2004	
	Millones de \$	Porcentaje	Millones de \$	Porcentaje	Millones de \$	Porcentaje
EE.UU.	11.237.000,0	48,0	19.522.500,0	53,3	21.364.353,8	49,5
JAPON	4.297.203,4	18,3	4.367.464,2	11,9	5.563.341,2	12,9
U.K.	1.814.874,9	7,7	3.017.932,7	8,2	3.936.639,8	9,1
FRANCIA	1.229.963,9	5,2	1.737.114,2	4,7	2.874.042,4	6,7
ALEMANIA	1.113.205,1	4,8	1.506.934,4	4,1	2.047.826,4	4,7
HOLANDA	641.184,8	2,7	772.298,8	2,1	1.091.689,0	2,5
CANADÁ	499.823,6	2,1	807.523,9	2,2	1.129.236,4	2,6
ITALIA	360.710,8	1,5	1.060.252,5	2,9	1.504.509,7	3,5
TOTAL MUNDIAL	23.431.828,7	100,0	36.610.258,7	100,0	43.182.351,6	100,0

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD.

Tabla 4: Los inversores institucionales, situación en 2004

	Compañía de seguro	Fondos de pensiones	Fondos inversión	Otros		
PAIS	Reparto de portafolios de activos financieros (en %)					Total en Millones \$
EE.UU.	36,9	66,1	51,1	19,2	49,5	21.364.353,8
JAPON	14,6	7,4	15,4	16,8	12,9	5.563.341,2
U.K.	13,4	11,6	4,0	-	9,1	3.936.639,8
FRANCIA	10,2	-	9,2	-	6,7	2.874.042,4
ALEMANIA	6,5	-	7,3	-	4,7	2.047.826,4
HOLANDA	2,5	5,2	0,6	0,8	2,5	1.091.689,0
CANADÁ	2,2	3,8	2,3	-	2,6	1.129.236,4
ITALIA	3,4	0,2	2,9	43,6	3,5	1.504.509,7
TOTAL	100,0	100,0	100,0	-	100,0	43.182.351,6
Total, Millones \$	14.360.641,1	12.148.990,0	15.254.449,0	1.279.883,0		
Total, en %	33,3	28,1	35,3	3,0	100,0	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD.

Referencias bibliográficas

- Aglietta, M. (2004) : "L'utopie de la valeur actionnariale", *Alternatives Economiques*, n°226, juin 2004, Paris.
- Aglietta, M. (2002): "Des mutations du capitalisme : une société salariale schizophrène?" en Forum Européen de Confrontations (2002): *Capitalisme: quoi de neuf? Caractéristiques du capitalisme contemporain*, Espaces Marx-Editions Syllepse, Paris.
- Aglietta, M. (2000): "Shareholder value and corporate governance: some tricky questions", en *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000.
- Aglietta, M. (1998): *Le capitalisme de demain*, Notes de la fondation Saint- Simon, Paris.
- Aglietta, M. y Reberieux, A. (2004) : *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- Álvarez Peralta, N. (2007): *Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980-2006*, Trabajo de Investigación, Programa de Doctorado en Economía Internacional y Desarrollo, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.
- Álvarez Peralta, N. y Medialdea García, B. (2006): "La mundialización financiera y el enfoque del capitalismo patrimonial: ¿accionariado salarial o retroceso laboral?", *X Jornadas de Economía Crítica-Congreso Internacional*, Universitat Autònoma de Barcelona.
- Arrizabal Montoro, X. (ed.) (1997): *Crisis y ajuste en la economía mundial: implicaciones y significado de las políticas del FMI y el BM*, Ed. Síntesis, Madrid.
- Batsch, L. (2004) : *Finance et Stratégie*, Economica, Paris.
- Batsch, L. (2002a): *Le capitalisme financier*, La Découverte, Paris.
- Batsch, L. (2002b) : "Les marchés poussent-ils à la faute?", *Sociétal*, n°37, 3^e trimestre, Paris.
- Betbèze, J.P. (2003): *Les dix commandements de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- Bordo, M.; Eichengreen, B.; Irwin, D. (1999): "Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?", *Working Paper 7195*, NBER Cambridge.
- Boyer, R. (2004) : *Théorie de la régulation. 1 Les fondamentaux*, La Découverte, Paris.
- Boyer, R. (2000): "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", en *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000.
- Boyer, R. (1998) : "La politique à l'ère de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches régulationnistes", *CEPREMAP Working Papers*, No. 9820, Paris.
- Brenner, R. (2004): "¿Nueva expansión o nueva burbuja?: la trayectoria de la economía estadounidense", *New Left Review*, N° 25, pags. 55-96.
- Brunhoff, S.; Chesnais, F. ; Duménil, G. ; Lévy, D. y Husson, M. (2006) : *La finance capitaliste*, Séminaire d'Études Marxistes-Actuel Marx, PUF, Paris.
- Cartapanis, A. (2004) : *Les marchés financiers internationaux*, La Découverte, Paris.
- Chesnais, F. (dir.) (2004) : *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, La Découverte, Paris.
- Chesnais, F. (2003) : "La teoría del régimen de acumulación financiarizado : contenido, alcance e interrogantes", *Revista de Economía Crítica*, n°1, Abril 2003, Valladolid.
- Chesnais, F. (comp.) (1999): *La mundialización financiera. Genesis, costes y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.

- Chesnais, F. y Plihon, D. (coord.) (2003): *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.
- Colletis, G. (2004) : "Evolution du rapport salarial, financiarisation et mondialisation", *Cahiers du GRES n°2004-15*, GRES (Groupement des Recherches Economiques et Sociales), IFRÉDE & LEREPS, Toulouse.
- Commissariat Général du Plan (2002): *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, La Documentation française, Paris.
- Correa, E. y Girón, A. (2004): "Desregulación y Crisis Financieras", en Correa, E. y Girón, A. (coord.) (2004): *Economía Financiera Contemporánea*, tomo I, Ed. Miguel Angel Porrúa, México D.F.
- Coutrot, T. (1998) : *L'entreprise néo-libérale, nouvelle utopie capitaliste ?*, La Découverte, Paris.
- De Boissieu, C. (dir.) (2004) : *Les systèmes Financiers. Mutations, crises et régulations*, Economica, Paris.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2004): *Capital Resurgent. Roots of the Neoliberal Revolution*, Harvard University Press, Harvard, Massachusetts.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2002): *The real and financial components of profitability (USA 1948-2000)*, CEPREMAP, MODÈM, Paris.
- Epstein, G.(2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, London.
- Farnetti, R. (1999): "El papel de los fondos de pensión y de inversión anglosajones en el auge de las finanzas globalizadas", en Chesnais, F. (comp.) (1999): *La mundialización financiera. Génesis, costes y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.
- Huffschild, J. (2002): "Redistribution, marches financiers et contre-réforme" en Forum Européen de Confrontations (2002): *Capitalisme: quoi de neuf ? Caractéristiques du capitalisme contemporain*, Espaces Marx-Editions Syllepse, Paris.
- Jacot, H. y Le Duigou, J.C. (2001) : *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial?*, L'Harmattan, Paris.
- Jeffers, E. y Plihon, D. (2001) : "Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises", *Revue d'Economie Financière* n° 63, Paris.
- Kalecki, M. (1973): *Estudios sobre la teoría de los ciclos económicos*, Ariel, Barcelona.
- Mandel, E.(1972): *El capitalismo tardío*, Era, México.
- Martínez González-Tablas, A. (2007): *Economía Política Mundial. I Las fuerzas estructurantes*, Ariel Económica, Madrid.
- Martínez González-Tablas, A.; Medialdea García, B. (2001): "Reflexión crítica sobre la globalización financiera", *Economiaz*, No. 48, 2001, Vitoria.
- Medialdea García, B. (2003): *Inestabilidad financiera en las economías emergentes latinoamericanas en los años noventa: el caso de Brasil*, Trabajo de Investigación, Programa de Doctorado en Economía Internacional y Desarrollo, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.
- Mishkin, F. S. (2001): "Marco de análisis, hechos e implicaciones de la inestabilidad financiera mundial", *Economiaz*, No.48, Vitoria.
- Montagne, S. y Sauviat, C. (2001) : "L'Impact des marches financiers sur la gestion des ressources humaines: une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises", *Document d'Etude n°42*, DARES, Mars 2001, Paris.
- Morin, F. (2000): "A transformation in the French model of shareholding and management", *Economy and Society*, Volume 29, Number I, February 2000.

- Morin, F. (1998) : *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Ed. de Bercy, Paris.
- Morin, F. y Rigamonti, E. (2002): "Évolution et structure de l'actionariat en France", *Revue Française de Gestion*, Vol. 28/141, Paris.
- OCDE (1998): "Shareholder Value and the Market in Corporate Control in OECD countries", en *Financial Market Trends 69*, 15-37, OCDE, Paris.
- Olivié Aldasoro, I. (2001): *Globalización financiera y crisis en economías emergentes: estudio teórico y estudio de los casos de México (1994) y Corea del Sur (1997)*, Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económica y Empresariales, UCM, Madrid.
- Onaran, O. (2005): "Life After Crisis For Labor And Capital in the Era of Neoliberal Globalization", *Working Papers Series: Growth and Employment in Europe: Sustainability and Competitiveness, Working Paper No. 43*, Vienna University of Economics and Business Administration, Vienna.
- Orléan, A. (1999) : *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris.
- Palazuelos Manso, E. (1998): *La globalización financiera*, ED. Síntesis, Madrid.
- Palazuelos Manso, E. (coord..) (1990): *Dinámica capitalista y crisis actual*, Ed. Akal, Madrid.
- Pérez, R. (2003): *La gouvernance de l'entreprise*, La Découverte, Paris.
- Plihon, D. (2004) : *Le nouveau capitalisme*, La Découverte, Paris
- Plihon, D. y Ponsard, J.P. (2002): *Montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises?*, La Documentation française, Paris.
- Reberioux, A. (2003) : "Les marchés financiers et la participation des salariés aux décisions", *Travail et Emploi* n° 93, janvier 2003, Paris.
- Rodríguez Fernández, J.M. (2003): *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*, Akal, Madrid.
- Roe, M.J. (2001): "Les conditions politiques au développement de la firme managériale," *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Editions Economica, vol. 4(1), pages 123-182, March.
- Roe, M.J. (1995): "The Rise and Limits of Institutional Ownership of Industry in the United States: a Comparative Perspective", OECD, Paris.
- Stockhammer, E. (2004): "Financialization and the slowdown of Accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), 719-41, Cambridge.
- Vidal Villa, J.M. y Martínez Peinado, J. (2000): *Economía Mundial*, Mc Graw-Hill, Barcelona.

Últimos títulos publicados

- DT 11/08 Girón, Francisco Javier; Cañada, Agustín: *La contribución de la lengua española al PIB y al empleo: una aproximación macroeconómica.*
- DT 10/08 Jiménez, Juan Carlos; Narbona, Aranzazu: *El español en el comercio internacional.*
- DT 09/07 Carrera, Miguel; Ogonowski, Michał: *El valor económico del español: España ante el espejo de Polonia.*
- DT 08/07 Rojo, Guillermo: *El español en la red.*
- DT 07/07 Carrera, Miguel; Bonete, Rafael; Muñoz de Bustillo, Rafael: *El programa ERASMUS en el marco del valor económico de la Enseñanza del Español como Lengua Extranjera.*
- DT 06/07 Criado, María Jesús: *Inmigración y población latina en los Estados Unidos: un perfil socio-demográfico.*
- DT 05/07 Gutiérrez, Rodolfo: *Lengua, migraciones y mercado de trabajo.*
- DT 04/07 Quirós Romero, Cipriano; Crespo Galán, Jorge: *Sociedad de la Información y presencia del español en Internet.*
- DT 03/06 Moreno Fernández, Francisco; Otero Roth, Jaime: *Demografía de la lengua española.*
- DT 02/06 Alonso, José Antonio: *Naturaleza económica de la lengua.*
- DT 01/06 Jiménez, Juan Carlos: *La Economía de la lengua: una visión de conjunto.*

WORKING PAPERS

- WP 07/08 Medialdea García, Bibiana; Álvarez Peralta, Nacho: *Liberalización financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa*
- WP 06/08 Álvarez, Isabel; Marín, Raquel: *FDI and world heterogeneities: The role of absorptive capacities*
- WP 05/08 Molero, José; García, Antonio: *Factors affecting innovation revisited*
- WP 04/08 Tenazos Vázquez, Sergio: *The Spanish pattern of aid giving*
- WP 03/08 Fernández, Esther; Pérez, Rafaela; Ruiz, Jesús: *Double Dividend in an Endogenous Growth Model with Pollution and Abatement*
- WP 02/08 Álvarez, Francisco; Camiña, Ester: *Moral hazard and tradeable pollution emission permits.*
- WP 01/08 Cerdá Tena, Emilio; Quiroga Gómez, Sonia: *Cost-loss decision models with risk aversion.*
- WP 05/07 Palazuelos, Enrique; García, Clara: *La transición energética en China.*
- WP 04/07 Palazuelos, Enrique: *Dinámica macroeconómica de Estados Unidos: ¿Transición entre dos recesiones?*
- WP 03/07 Angulo, Gloria: *Opinión pública, participación ciudadana y política de cooperación en España.*
- WP 02/07 Luengo, Fernando; Álvarez, Ignacio: *Integración comercial y dinámica económica: España ante el reto de la ampliación.*

- WP 01/07 Álvarez, Isabel; Magaña, Gerardo: *ICT and Cross-Country Comparisons: A proposal of a new composite index.*
- WP 05/06 Schünemann, Julia: *Cooperación interregional e interregionalismo: una aproximación social-constructivista.*
- WP 04/06 Kruijt, Dirk: *América Latina. Democracia, pobreza y violencia: Viejos y nuevos actores.*
- WP 03/06 Donoso, Vicente; Martín, Víctor: *Exportaciones y crecimiento en España (1980-2004): Cointegración y simulación de Montecarlo.*
- WP 02/06 García Sánchez, Antonio; Molero, José: *Innovación en servicios en la UE: Una aproximación a la densidad de innovación y la importancia económica de los innovadores a partir de los datos agregados de la CIS3.*
- WP 01/06 Briscoe, Ivan: *Debt crises, political change and the state in the developing world.*
- WP 06/05 Palazuelos, Enrique: *Fases del crecimiento económico de los países de la Unión Europea-15.*
- WP 05/05 Leyra, Begoña: *Trabajo infantil femenino: Las niñas en las calles de la Ciudad de México.*
- WP 04/05 Álvarez, Isabel; Fonfría, Antonio; Marín Raquel: *The role of networking in the competitiveness profile of Spanish firms.*
- WP 03/05 Kausch, Kristina; Barreñada, Isaías: *Alliance of Civilizations. International Security and Cosmopolitan Democracy.*
- WP 02/05 Sastre, Luis: *An alternative model for the trade balance of countries with open economies: the Spanish case.*
- WP 01/05 Díaz de la Guardia, Carlos; Molero, José; Valadez, Patricia: *International competitiveness in services in some European countries: Basic facts and a preliminary attempt of interpretation.*
- WP 03/04 Angulo, Gloria: *La opinión pública española y la ayuda al desarrollo.*
- WP 02/04 Freres, Christian; Mold, Andrew: *European Union trade policy and the poor. Towards improving the poverty impact of the GSP in Latin America.*
- WP 01/04 Álvarez, Isabel; Molero, José: *Technology and the generation of international knowledge spillovers. An application to Spanish manufacturing firms.*

POLICY PAPERS

- PP 01/08 Elizondo, Luis: *Espacio para Respirar: El humanitarismo en Afganistán.*
- PP 03/07 Guimón, José: *Government strategies to attract R&D-intensive FDI.*
- PP 02/07 Czaplínska, Agata: *Building public support for development cooperation.*
- PP 01/07 Martínez, Ignacio: *La cooperación de las ONGD españolas en Perú: hacia una acción más estratégica.*
- PP 02/06 Ruiz Sandoval, Erika: *Latinoamericanos con destino a Europa: Migración, remesas y codesarrollo como temas emergentes en la relación UE-AL.*
- PP 01/06 Freres, Christian; Sanahuja, José Antonio: *Hacia una nueva estrategia en las relaciones Unión Europea – América Latina.*
- PP 04/05 Manalo, Rosario; Reyes, Melanie: *The MDGs: Boon or bane for gender equality and women's rights?*
- PP 03/05 Fernández, Rafael: *Irlanda y Finlandia: dos modelos de especialización en tecnologías avanzadas.*

- PP 02/05** Alonso, José Antonio; Garcimartín, Carlos: *Apertura comercial y estrategia de desarrollo.*
- PP 01/05** Lorente, Maite: *Diálogos entre culturas: una reflexión sobre feminismo, género, desarrollo y mujeres indígenas kichwuas.*
- PP 02/04** Álvarez, Isabel: *La política europea de I+D: Situación actual y perspectivas.*
- PP 01/04** Alonso, José Antonio; Lozano, Liliana; Prialé, María Ángela: *La cooperación cultural española: Más allá de la promoción exterior.*

