

**Financiarización, empleo y salario  
en la UE: el impacto de las nuevas  
estrategias empresariales**

Ignacio Álvarez  
Fernando Luengo  
WP04/10



## Resumen

El objeto del presente trabajo es analizar cómo el proceso de financiarización experimentado por las economías de la Unión Europea entre 1980 y 2010 ha modificado las estrategias de los grandes grupos empresariales no financieros, alterando con ello las pautas de crecimiento salarial y de creación de empleo.

Para ello, analizamos la relación existente entre el proceso de financiarización y los cambios acontecidos en la distribución del beneficio empresarial, las decisiones de inversión, la reestructuración del perímetro empresarial y las nuevas fórmulas de remuneración vinculadas a la participación de los asalariados en el accionariado.

Esta modificación de las estrategias empresariales se ha traducido –directa o indirectamente– en menores ritmos de creación de empleo, en una erosión de la capacidad de negociación de los asalariados y en una mayor contención salarial.

**Palabras clave:** financiarización, accionariado asalariado, modelo social europeo, salario, empleo.

## Abstract

The aim of this paper is to analyze how the process of financialization experienced by the EU economies since 1980, has changed the strategies of large non-financial corporations, thereby altering the pattern of wage growth and job creation.

To this end, we analyze the link between financialization and the changes occurred in the distribution of profits, investment decisions, corporate restructuring and new forms of remuneration related to employee shareholding participation.

This change in business strategies has resulted –directly or indirectly– in slower rates of job creation, erosion of bargaining power of employees and greater wage restraint.

**Key words:** financialization, European Social Model, employee shareholding, wage, employment.

---

Ignacio Álvarez

Investigador del grupo “Economía Política de la Mundialización”, Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI), [nacho.alvarez@icei.ucm.es](mailto:nacho.alvarez@icei.ucm.es)

Fernando Luengo

Profesor Titular de Economía Aplicada, investigador del grupo “Economía Política de la Mundialización”, Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI), [fluengoe@ccee.ucm.es](mailto:fluengoe@ccee.ucm.es)

Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid. Campus de Somosaguas, Finca Mas Ferre. 28223, Pozuelo de Alarcón, Madrid, Spain.

© Ignacio Álvarez, Fernando Luengo.

ISBN: 978-84-693-1511-8

Depósito legal:

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



# Índice

1.	Introducción.....	7
2.	Concepto y orígenes de la financiarización .....	8
3.	Efectos de la financiarización sobre la gestión empresarial: el papel de los inversores institucionales .....	9
4.	Financiarización, estrategias empresariales y erosión del modelo social europeo.....	11
4.1.	Nueva gestión del beneficio empresarial.....	11
4.2.	Desvío de la inversión productiva hacia el circuito financiero.....	13
4.3.	Modificación del perímetro empresarial.....	15
4.4.	Nuevos esquemas de remuneración salarial.....	19
4.5.	Financiarización de las estrategias empresariales y capacidad de negociación del trabajo.....	21
5.	Conclusiones.....	23
	Referencias bibliográficas.....	25



# 1. Introducción

Durante las últimas décadas la Unión Europea (UE) ha experimentado una significativa deriva social. Esta deriva social se ha particularizado en dos variables de indudables implicaciones para la mayoría de la población: la congelación –cuando no el deterioro– de los salarios reales, y el incremento del desempleo (IMF, 2007; OECD, 2007).

Las causas de esta deriva social, que la actual crisis económica ha reforzado de manera notable, pueden abordarse desde muy diferentes ángulos.

Algunos autores centran sus argumentos en el proceso de globalización: aumento de la oferta mundial de fuerza de trabajo y competencia de los países de bajos salarios, sobre todo a partir de la desintegración del bloque soviético y de la emergencia de algunos capitalismo periféricos, como China e India (IMF, 2007). Otras explicaciones ponen el acento en diferentes factores de naturaleza endógena. Tal es el caso del cambio tecnológico, que premiaría a los trabajadores de mayor cualificación, al tiempo que penalizaría a los que cuentan con menores destrezas (OECD, 2007); o la crisis fiscal de los estados nacionales, al reducir de manera severa la capacidad de llevar a cabo políticas redistributivas o de creación de empleo público.

Desde otras coordenadas se afirma que el origen último de la fractura del modelo social reside en la continua presión que las empresas y los gobiernos ejercen sobre las rentas salariales, la débil posición negociadora de las organizaciones sindicales, la aceptación por parte de los partidos socialdemócratas de los postulados neoliberales, o incluso la materialización de una estrategia sistemática, deliberada, de las clases dominantes para propiciar una masiva redistribución de la renta y la riqueza (Balanyá *et al.*, 2000; Hermann, 2007).

Más recientemente se ha insistido, desde parámetros conceptuales diversos, en la relevancia de los factores de naturaleza financiera a la hora de explicar la deriva social. Ésta es la perspectiva que se pretende desarrollar a continuación. El objeto del presente trabajo es el de analizar cómo ha afectado al modelo social europeo el proceso de financiarización de las economías de la UE durante las últimas tres

décadas. Nuestro análisis se centra en los vínculos causales existentes entre dicho proceso de financiarización –que definiremos con precisión en el siguiente apartado– y la evolución del salario y el empleo en la UE, dos variables centrales para caracterizar el modelo social. En concreto, estudiaremos el proceso de financiarización de las estrategias de las grandes empresas no financieras, entendiendo que dicho cambio en las estrategias constituye el vehículo principal mediante el cual se ven afectados el salario y el empleo.

La hipótesis que manejamos es que el proceso de financiarización no resulta neutro a la hora de explicar la evolución de estas dos variables, sino que, todo lo contrario, conlleva un cambio sustancial en las estrategias de las grandes empresas no financieras, lo que a su vez ha contribuido a mayores tasas de desempleo y a una mayor regresión salarial.

El texto se estructura en cuatro apartados. En primer lugar, se aclaran los conceptos a partir de los que transita el análisis; en segundo lugar, se presentan los principales actores que operan en los mercados financieros y la lógica que imponen en la gestión empresarial; la tercera parte está dedicada a examinar las consecuencias sociales del proceso de financiarización; en cuarto lugar se presentan las conclusiones.

## 2. Concepto y orígenes de la financiarización

El concepto de *financiarización* ha sido utilizado en la literatura económica para referirse –de una u otra forma– al creciente dominio de los mercados y la lógica financiera sobre el conjunto de la dinámica económica a lo largo de estas últimas décadas.

Algunos autores han utilizado este término para señalar el ascenso de la lógica del “valor accionario” como principal modelo de gestión empresarial (Aglietta, 2005; Boyer, 2000; Plihon, 2004). Otros, siguiendo los análisis de Hilferding, utilizan el concepto de financiarización para referirse al renovado ascenso del capital financiero como fracción directora del proceso de acumulación, ascenso que se ve reflejado en un mayor poder económico y polí-

tico de los agentes financieros (Dumenil y Levy, 2004). En otros casos se ha hecho hincapié en que el concepto de financiarización designa un nuevo “patrón de acumulación en el cual el proceso de realización de beneficios tiene lugar fundamentalmente a través de canales financieros, en lugar de a través de la producción y comercialización de mercancías” (Krippner, 2005; Orhangazhi, 2007).

A los efectos de este trabajo, consideraremos el proceso de financiarización como el creciente peso de la lógica, los mercados, los agentes, las instituciones y los objetivos financieros en el funcionamiento de las diversas economías nacionales, así como de la economía mundial en su conjunto (Epstein, 2005).

A lo largo de los últimos treinta años, múltiples indicadores ilustran este proceso (Álvarez y Medialdea, 2010): la capitalización bursátil de las principales plazas financieras se ha disparado, sobrepasando varias veces el peso del producto interior bruto (PIB) de las distintas economías nacionales; el valor de las transacciones financieras ha crecido mucho más rápidamente que la actividad comercial y productiva; el crédito ha sufrido una fuerte expansión; y el peso relativo de las rentas financieras se ha incrementado notablemente sobre el total de la renta nacional.

Pero la actividad financiera no sólo se expande rápidamente, sino que además altera su composición (mercados, productos, agentes protagonistas, etc.), así como también sus relaciones con el conjunto de la dinámica productiva. Tal y como plantea Medialdea (2009: 117-118), aunque “en rigor no podemos caracterizar la lógica financiarizada como novedosa, pues más bien se trata de que algunos rasgos inherentes a la lógica del capital se agudizan de forma extrema [...], estos cambios tienen la profundidad suficiente como para afectar a la lógica que rige el funcionamiento económico. [...] La tendencia expansiva del capital financiero, exacerbada en este nuevo contexto, pugna por trascender el ámbito estricto de lo financiero y someter a su lógica al conjunto del funcionamiento económico”.

Las economías europeas no han permanecido al margen del proceso de financiarización, habiéndose visto afectadas por este fenómeno –con desigual ritmo e intensidad, en función de sus distintas características socioeconómicas, y de las diferentes políticas aplicadas–, lo cual se ha reflejado, como se verá más adelan-

te, en el mercado de trabajo y en el conjunto del modelo social comunitario.

El origen de la progresiva financiarización de las economías europeas hay que buscarlo en la crisis que registró la economía mundial durante los años setenta, en particular en las medidas desplegadas para revertirla. Este conjunto de medidas, que Huffschmid (2002) caracteriza como *contrarreformas neoliberales*<sup>1</sup>, tendrán como finalidad prioritaria invertir la tendencia al deterioro de la rentabilidad del capital. Para ello, la política económica se reorienta hacia una generalizada privatización, desreglamentación, liberalización y apertura externa de las principales economías europeas (Plihon, 2004; Onaran, 2005).

En particular, la liberalización y desreglamentación de los mercados financieros europeos, y su apertura al capital extranjero, va a ser de crucial importancia para entender el origen del proceso de financiarización. Estas políticas neoliberales –promovidas desde las instituciones financieras internacionales, desde Bruselas, desde los propios estados miembros de la UE y también desde las distintas organizaciones patronales– han liquidado durante las últimas tres décadas el “corsé financiero” impuesto al capital durante los años posteriores a la II Guerra Mundial.

Partiendo de la clasificación que hace Chesnais (2004 y 1999), podemos identificar tres grandes olas desreguladoras a lo largo de las últimas décadas. 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 de sistemas nacionales aún compartimentados (desintegración y liquidación del sistema de Bretton-Woods y apuesta por un sistema de cambios flexibles, auge de los mercados cambiarios, fin de la reglamentación del crédito en los países anglosajones, formación del mercado de eurodólares, reciclaje de los petrodólares, y desarrollo de los préstamos bancarios sindicados).

En una segunda ola liberalizadora, la correspondiente a los años ochenta, se produce el

---

<sup>1</sup> Huffschmid caracteriza como “contrarreformas neoliberales” lo que generalmente se conoce como “reformas estructurales” o como “políticas neoliberales”. El sentido de caracterizarlo como contrarreformas 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 estables, seguridad social, pensiones públicas, servicios sociales públicos, etc.).



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, así como por el desarrollo de nuevos mercados, como los de deuda pública.

Finalmente, una tercera ola liberalizadora se puede situar en la década de los noventa, con la desregulación internacional generalizada de los mercados de acciones. Esta se ve acompañada además de la explosión de los mercados cambiarios y de los productos derivados, así como por la aceleración del crecimiento de los mercados de obligaciones. La interconexión entre las diferentes economías nacionales se profundiza.

De este modo, 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). Este nuevo contexto va a jugar un rol particularmente importante a la hora de determinar el comportamiento económico de las empresas, hogares y estados. Del mismo modo, este nuevo contexto, como a continuación veremos, va a jugar también un rol muy relevante en la evolución del modelo social europeo.

### **3. Efectos de la financiarización sobre la gestión empresarial: el papel de los inversores institucionales**

Una de las características más significativas del nuevo contexto financiero internacional es el surgimiento y auge de los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensión, compañías de seguros, *hedge funds*, etc.). Este hecho va a resultar clave para entender el paralelo surgimiento de un nuevo modelo de gestión empresarial que ha modificado las estrategias de las grandes empresas.

El formidable desarrollo de las diferentes categorías de inversores institucionales se ha visto favorecido por numerosos factores (Aglietta, 1998; Plihon y Ponssard, 2002; Jeffers y

Plihon, 2001): la desreglamentación y liberalización de los mercados financieros internacionales y de las instituciones que en ellos operan; la titularización de los déficit públicos de las economías europeas; los programas de privatización en la UE; la progresiva financiación de las empresas mediante fondos propios; las burbujas bursátiles de las últimas décadas (y el “efecto llamada” que esto ha supuesto sobre los ahorradores); el favorable tratamiento fiscal del ahorro institucional; o el creciente cuestionamiento de los sistemas de pensiones públicos.

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), e imponer nuevos criterios de gestión en las empresas. La creciente importancia de estos actores radica en el inmenso volumen de activos financieros que gestionan (los inversores institucionales controlaban en 2004 activos por valor de 43 billones de dólares, el 137,8% del PIB de la OCDE, mientras que dicho dato no superaba los 3 billones de dólares en 1980, el 35% PIB de la OCDE).

La configuración del nuevo contexto financiero internacional y, en particular, el nuevo papel hegemónico de los inversores institucionales, introduce importantes novedades en la toma de decisiones empresariales.

Los inversores institucionales operan en los mercados financieros internacionales con tres objetivos (Batsch, 2002a y 2002b): obtener la mayor rentabilidad viable, mantener el mayor grado de liquidez posible de sus activos y diversificar el riesgo de sus inversiones tanto sectorial como geográficamente. Estos objetivos han llevado a los más importantes –de carácter marcadamente anglosajón– a una notable expansión por las diferentes plazas financieras del planeta, por los distintos mercados de activos y por los distintos sectores de actividad.

La composición de cartera de estos inversores se ha ido modificando hacia un menor peso de los préstamos y de los bonos, y hacia una progresiva preponderancia de las acciones. Y aún más importante para el tema que nos ocupa, su presencia en las grandes empresas cotizadas europeas ha pasado a ser una realidad extendida, lo que ha dado lugar a una profunda alteración del marco general en el que se desarro-

lla la gestión empresarial (Álvarez y Medialdea, 2010 ; Morin y Rigamonti, 2002).

Se ha implantado de este modo un nuevo conjunto de criterios de gestión propios de lo que se ha dado en llamar *corporate governance*<sup>2</sup>. Ello ha supuesto el tránsito desde 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).

La diferencia esencial entre los dos modelos de gestión empresarial reside en que el modelo tipo *shareholder* –aupado por el proceso de financiarización– permite que los accionistas dispongan de nuevos instrumentos al servicio del objetivo, compartido por ambos modelos, de valorización del capital.

En este sentido, y tal y como señala Orléan, “la liquidez expresa la voluntad de autonomía y dominación de las finanzas” (Orlean, 1999: 49). El papel que juega la gran liquidez de los mercados financieros internacionales es crucial a la hora de analizar los vínculos teóricos entre el proceso de financiarización y los recientes cambios en los criterios de gestión empresarial, pues 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.

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) 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), 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.

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 por una gran dilución de las participaciones detentadas por estos inversores. Así, los inversores institucionales apenas sobrepasan participaciones de más del 1-2% del capital de una determinada empresa. 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 desarrolladas<sup>3</sup>.

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 subordinado 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; Batsch, 2002a). El ob-

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> 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.

jetivo de la rentabilidad económica queda así subordinado al de la rentabilidad financiera en este nuevo contexto financiero internacional, expresión del propio proceso de financiarización.

De hecho, los criterios de gestión que caracterizan el *corporate governance* se han extendido rápida y profundamente en los principales países de la UE (OECD, 1998). Esta extensión no se ha producido únicamente en los países anglosajones –tradicionalmente más cercanos a estos principios– sino que también se ha producido en la Europa continental (Heidrick & Struggles, 2007). 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.

#### 4. Financiarización, estrategias empresariales y erosión del modelo social europeo

El proceso de financiarización y el surgimiento del modelo de gestión empresarial basado en el *corporate governance*, han alterado las principales estrategias empresariales de los grupos no financieros durante estos últimos años. Analizamos a continuación los cambios acontecidos en la gestión del beneficio empresarial, las estrategias de inversión, las reestructuraciones empresariales y la remuneración salarial.

##### 4.1. NUEVA GESTIÓN DEL BENEFICIO EMPRESARIAL

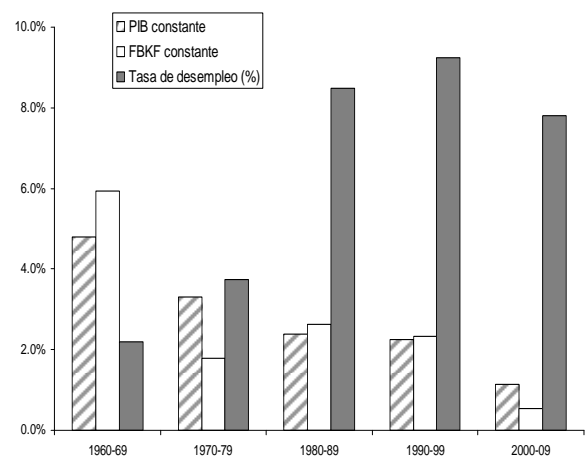
Tal y como plantea Stockhammer (2004), las últimas dos décadas se caracterizan por el incremento de la inversión en activos financieros y la ralentización de la acumulación de activos físicos y del crecimiento económico. Analizaremos en este apartado dichos vínculos, en la medida en que la acumulación de capital y el crecimiento económico son variables fundamentales para entender la dinámica salarial y laboral de cualquier economía.

Tradicionalmente los organismos económicos internacionales y los autores ortodoxos han planteado que existe una relación positiva entre la liberalización de los mercados financieros, el crecimiento económico y la creación

de empleo<sup>4</sup>: una mayor libertad de movimientos de capitales, junto con un control de la inflación, conllevan una mejor asignación de los recursos financieros entre las diferentes ramas de las distintas economías, privilegiando aquellos proyectos de inversión más rentables y con mejores perspectivas de éxito, lo que se traduce en una mayor tasa de inversión, de crecimiento y un ritmo más elevado de creación de empleo.

La realidad, sin embargo, no parece acompañar esta argumentación, tal y como podemos ver en el gráfico 1. En notable contraste con las décadas de los años cincuenta y sesenta, el crecimiento económico de la UE-15 se ha mantenido en tasas muy limitadas desde el estallido de la crisis en los años setenta, al tiempo que se consolidaba un notable incremento estructural del desempleo. Y todo ello a pesar de la fuerte liberalización de sus mercados financieros así como del resto de mercados de la economía (incluido el de trabajo).

**Gráfico 1. Crecimiento e inversión (tasa media anual acumulada %) y tasa de desempleo en UE-15, 1960-2009**



Fuente: European Commission-Economic and financial indicators, AMECO

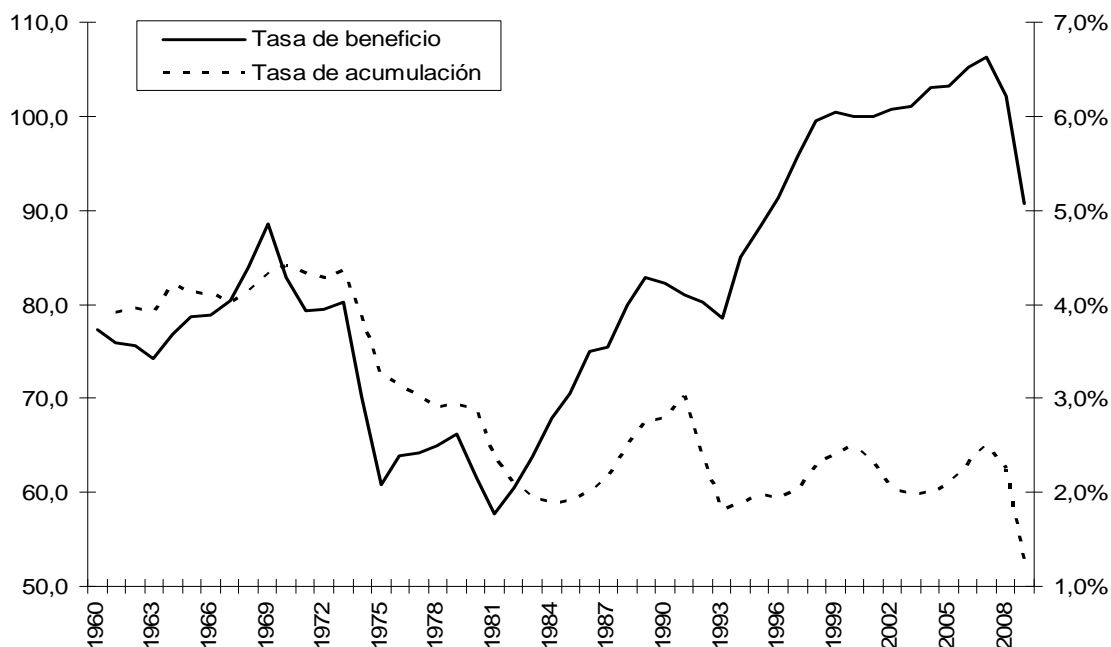
Al observar la dinámica macroeconómica de estas últimas décadas, encontramos otro hecho de crucial importancia y que parece encontrarse en las antípodas de los planteamientos ortodoxos: la notable recuperación experimentada por los beneficios empresariales durante la primera mitad de los años ochenta y su consolidación posterior no se han traducido en un

<sup>4</sup> Un buen ejemplo de esta argumentación es la que se recoge en el siguiente trabajo del que fuera presidente del Bundesbank: Tietmeyer, Hans (1996): "Les marchés financiers et l'emploi", *Revue d' Economie Financiere*, n°38, 3-1996, Paris.

incremento paralelo de la inversión, que ha permanecido estancada durante las últimas décadas (gráfico 2).

de interés nominales de comienzos de los años ochenta, junto con las políticas antiinflacionistas, se tradujeron en un fuerte crecimiento de

**Gráfico 2. Tasa de beneficio (Índice 2000=100) y tasa de acumulación (%), UE-15, 1960-2009\***



\* La tasa de beneficio (reflejada en el eje izquierdo) se define aquí como los beneficios netos sobre el stock de capital neto. La tasa de acumulación (eje derecho) se define como la tasa de crecimiento del stock de capital neto total.

Fuente: European Commission-Economic and financial indicators, AMECO

Esta evolución permite plantear dos cuestiones de gran relevancia para analizar el papel que las finanzas desempeñan en el nuevo esquema de funcionamiento empresarial europeo. En primer lugar, ¿por qué los establecimientos no financieros no reinvierten sus beneficios al mismo ritmo que durante las décadas de posguerra? En segundo lugar, ¿cómo pueden conseguirse elevados beneficios a pesar de los menores gastos en inversión? Dumenil y Levy (2004) encuentran las respuestas a estas preguntas mediante el análisis de los ingresos obtenidos en los mercados financieros. Estos autores consideran que el resurgimiento de las finanzas –instrumento de naturaleza política del capital en su ofensiva contra el trabajo– ha tomado la forma de incremento en los ingresos financieros detraídos de la esfera productiva.

Cabe señalar tres tipos de ingresos percibidos por los mercados financieros internacionales, que explicarían este acrecentado trasvase de recursos desde la esfera productiva hacia la financiera durante las últimas décadas.

En primer lugar, la fuerte subida de los tipos

los tipos de interés reales, que se han mantenido en niveles elevados hasta la segunda mitad de los años noventa.

En segundo lugar, el desarrollo, la liberalización y la desreglamentación de los mercados bursátiles europeos, ha permitido el cumplimiento de una de las exigencias centrales de los inversores financieros de cara a maximizar el valor accionario: el incremento de los dividendos distribuidos. Así, en el *trade-off* existente entre la reinversión del beneficio obtenido y el reparto de dividendos, el renovado poder de las finanzas (consecuencia de la gran liquidez y liberalización de los mercados) ha dado un nuevo impulso a la distribución de beneficios a los accionistas.

En tercer lugar, una nueva forma de succión de recursos desde la esfera financiera se ha desarrollado en Europa durante los años noventa: las operaciones de recompra de acciones. Estas operaciones –ante las exigencias de maximización del valor accionario– han ido cobrando un creciente papel durante la última década como fórmula para aumentar de forma

inmediata y mecánica las cotizaciones de las acciones.

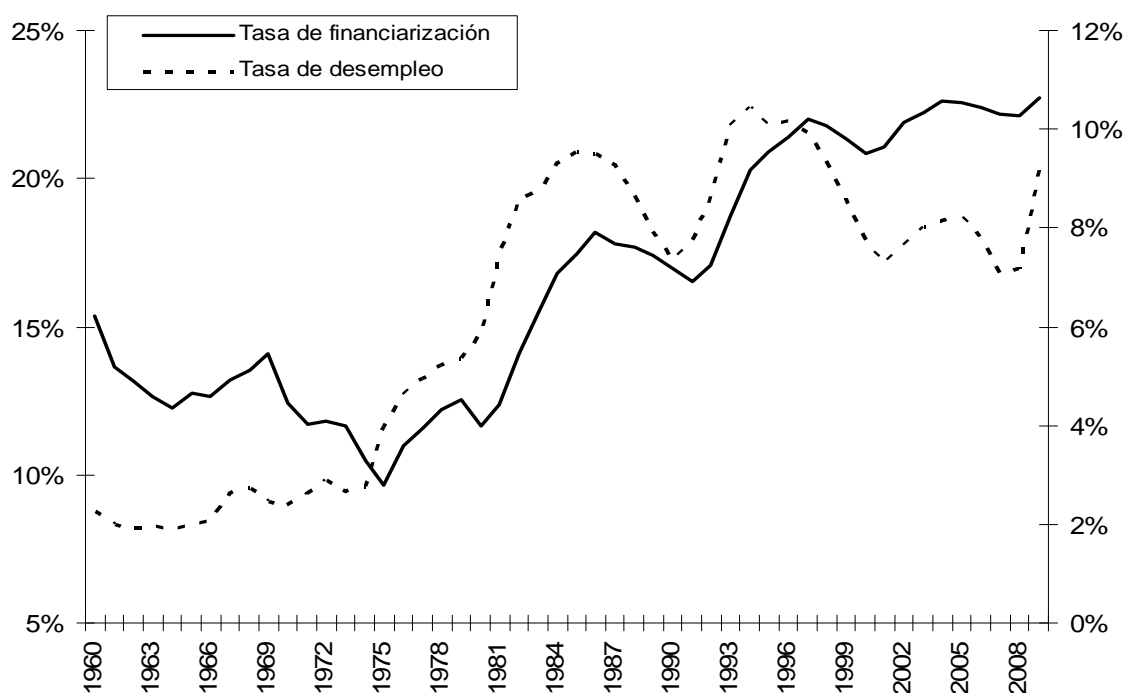
El notable aumento de estos tres tipos de ingresos –intereses, dividendos y recompras de acciones– permitiría entender por qué una parte creciente de los beneficios no son reinvertidos. De hecho, Husson (2008) acuña el concepto de “tasa de financiarización” para describir este fenómeno. Esta tasa, entendida como la diferencia entre el margen de beneficio y la tasa de inversión, ilustraría la parte de la ganancia no invertida (aquí la calculamos, con datos de AMECO, en el gráfico 3). Esta atonía inversora permitiría a su vez entender que se hayan mantenido elevados niveles de desempleo en Europa durante estas décadas.

modificación en las estrategias de gestión e inversión del beneficio empresarial ha sido conceptualizada por Lazonick y O’Sullivan (2000) como el paso de una lógica de “retener y reinvertir” a una nueva en la que predomina el “disminuir y distribuir”.

#### 4.2. DESVÍO DE LA INVERSIÓN PRODUCTIVA HACIA EL CIRCUITO FINANCIERO

El apartado anterior permite entender por qué la recuperación de la rentabilidad empresarial no se ha traducido en un relanzamiento paralelo de la inversión ni del crecimiento económico: la lógica de la maximización del valor accionario ha propiciado una fuerte succión de recursos, limitando el beneficio efectiva-

**Gráfico 3. Tasa de financiarización y tasa de desempleo, UE-15, 1960-2009\***



\* La tasa de financiarización se define aquí como (Excedente Bruto de Explotación/PIB)- (FBKF/PIB). La tasa de financiarización se refleja en el eje izquierdo, y la tasa de desempleo en el derecho.

Fuente: European Commission-Economic and financial indicators, AMECO

En definitiva, el fin del corsé establecido durante los años cincuenta y sesenta sobre las finanzas, ha determinado en gran medida una nueva gestión del beneficio de las empresas no financieras, orientada a garantizar la rentabilidad de los títulos en bolsa y no la reinversión empresarial ni la creación de empleo. Los nuevos lazos entre los mercados financieros y las empresas imponen estrategias de valorización del capital crecientemente cortoplacistas, dada la capacidad de castigo que la liquidez brinda a los inversores financieros. Esta importante

mente retenido por las empresas no financieras. Pero además, como veremos en este apartado, estas mismas empresas han destinado sus recursos de forma creciente al circuito financiero como fórmula para incrementar la rentabilidad de sus fondos propios.

En un contexto económico caracterizado por la primacía de la rentabilidad financiera y por la desreglamentación de los mercados internacionales de capitales, las propias empresas no financieras han tenido fuertes incentivos a

invertir sus recursos en títulos y activos financieros. De este modo, se evidencia claramente el rasgo en el que Krippner (2005) se apoyaba para definir el proceso de financiarización: en el proceso de realización de beneficios tienen un lugar preeminente los canales financieros, más allá de los comerciales o productivos propios de las sociedades no financieras.

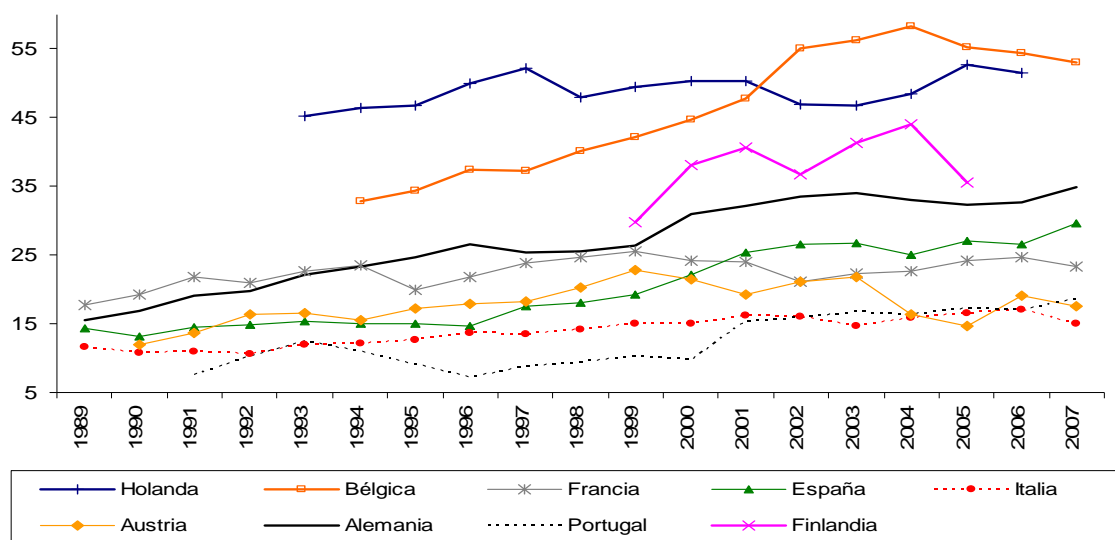
De hecho, uno de los indicadores de financiarización propuestos por la literatura especializada (Stockhammer, 2004; Crotty, 2005; Krippner, 2005; Orhangazi, 2007) es precisamente la extensión que presentan los ingresos financieros para las sociedades no financieras. Como podemos observar en el gráfico 4, la proporción de activos financieros detentada por las empresas manufactureras de la UE no ha hecho sino incrementarse a lo largo de estos últimos años en la mayoría de los países para los que hay datos.

invertidos bajo la forma de capital financiero y, como resultado, menos recursos estarán disponibles para inversiones productivas. De hecho, esta es la razón fundamental según Husson (2008) para explicar la reducción de la tasa de inversión de las economías europeas vista anteriormente.

Así, este desvío de recursos financieros hacia otros ámbitos más rentables se superpondría a la propia capacidad de succión de la esfera financiera, determinando en ambos casos una menor capacidad inversora de las sociedades no financieras y, con ello, una menor capacidad de creación de empleo que durante las décadas de 1950-1970.

Además, unos beneficios financieros más elevados –propios de las décadas 1980-2000– junto con los cambios acontecidos con la introducción de los criterios de gestión propios

**Gráfico 4. Activos financieros, sector manufacturero\* (% volumen de ventas), UE, 1989-2007**



\* Grandes compañías, con un volumen de ventas superior a los 50 millones de euros.  
Fuente: BACH

La relación potencialmente contradictoria entre inversión financiera e inversión productiva ya fue detectada en su momento por Tobin (1965), quien consideraba que estas dos formas de inversión podían llegar a ser sustitutivas: los recursos disponibles por las empresas no financieras podían ser invertidos en activos financieros o reales, dependiendo de la rentabilidad ofrecida por cada uno de ellos. Así, en periodos en los que los activos financieros ofrecen tasas de rentabilidad notablemente superiores a las de los proyectos de inversión productiva, una mayor cantidad de fondos son

del *corporate governance*, han supuesto un importante cambio en las prioridades e incentivos de los directivos (Stockhammer, 2004). Las empresas no financieras han comenzado a adoptar las preferencias de los mercados financieros, reforzándose una orientación estratégica de las empresas caracterizada por el cortoplacismo. La financiarización, en definitiva, ha empujado a las empresas no financieras a actuar en mayor medida que antes como inversores financieros. La expansión de los criterios del *corporate governance* ha facilitado los mecanismos necesarios para que los accionistas

pudiesen imponer en el seno de las empresas criterios de rentabilización más apremiantes, desatendiendo con ello objetivos de más largo plazo como el crecimiento interno de la firma (Crotty, 2005). Ésta es concebida por los inversores financieros como “un conjunto de activos de los que debe hacerse uso en función de las tasas de retorno que pueden ser obtenidas a corto plazo” (Fligstein and Markowitz, 1990).

Esta visión de la empresa –entendida por los mercados financieros y por los directivos como una cartera de activos a rentabilizar–, junto con el diferencial de rentabilidad entre inversiones productivas y financieras, han colaborado en la ralentización de los ritmos de inversión empresarial de las grandes empresas europeas.

#### 4.3. MODIFICACIÓN DEL PERÍMETRO EMPRESARIAL

El proceso de financiarización de las estrategias empresariales ha determinado un tercer mecanismo mediante el cual se ve alterado el modelo social europeo. Éste es el proceso de reestructuraciones empresariales, fuertemente impulsado por el mercado bursátil. Con el objetivo de cumplir con los nuevos umbrales de rentabilidad marcados por los mercados financieros, las empresas europeas han desarrollado durante los últimos veinte años procesos de reestructuración a gran escala. El curso de estas reestructuraciones ha estado dirigido por las prioridades de los inversores financieros, tal y como señalan numerosos autores (Batsch 2004 y 2002a; Reberieux, 2003; Lazonick y O’Sullivan, 2000; Montagne y Sauviat, 2001a; Plihon y Ponssard, 2002; Froud *et al.*, 2000).

En general, podemos decir que la lógica de estas reestructuraciones empresariales radica en conseguir la maximización del valor accionario y la rentabilidad financiera, lo cual se logra mediante la optimización de la estructura económica global de la firma (Morin y Rigamonti, 2002). Es decir, que los directivos de las empresas han tenido que asumir el hecho de que los fondos propios presentan un coste importante para la empresa (el coste de oportunidad que tiene para los accionistas otras posibles inversiones más rentables), asumiéndose con ello también la optimización de la estructura del pasivo empresarial. Pero, además, las direcciones empresariales han asumido la necesidad de minimizar el volumen de

capital empleado en conseguir una determinada rentabilidad, exigiéndose de este modo también la optimización de la estructura del activo de la firma.

Destacan tres tipos de medidas de reestructuración promovidas por los mercados financieros: el recentramiento sobre la cadena de valor, las subcontrataciones y deslocalizaciones, y las operaciones de fusión y adquisición.

a) Recentramiento empresarial: Las firmas europeas experimentaron durante las décadas de 1950-1970 patrones de expansión basados en el crecimiento interno de las estructuras empresariales, su diversificación y expansión a numerosos negocios y ramas, y la expansión de la *tecnoestructura* de directivos asociada a la gestión de dichas organizaciones. Esta forma de crecimiento empresarial dará lugar a la formación de grandes conglomerados, con sociedades formadas por numerosas unidades de negocio que desarrollan muy diversas líneas de actividad, en ocasiones incluso en ramas muy distintas de la economía. Es el periodo en el que, según Lazonick y O’Sullivan (2000), predominan las estrategias empresariales caracterizadas por “retener y reinvertir” el beneficio empresarial.

Diversos factores van a contribuir a invertir esta tendencia en el tejido productivo europeo a partir de mediados de los años ochenta. Entre ellos, el proceso de financiarización económica y la formación del nuevo accionariado, caracterizado por la entrada de los inversores institucionales anglosajones, determinará, ya durante los años noventa, el paso de las estrategias de “retener y reinvertir” a “disminuir y distribuir”.

Según Goyer y Hancké (2006), la llegada de los inversores institucionales al accionariado de las empresas europeas se va a traducir en una progresiva eliminación de los conglomerados y en un creciente recentramiento estratégico sobre aquellas actividades de base de la empresa en las que ésta tenga ventajas comparativas con respecto a sus competidoras.

Tal y como señalan Goyer (2002), o Morin y Rigamonti (2002), las razones de los mercados financieros para pedir la eliminación de los conglomerados, son varias: en primer lugar, la falta de transparencia de éstos impide que el valor accionarial creado pueda ser evaluado eficientemente por los mercados bursátiles; además, las frecuentes subvenciones entre las diferentes unidades de negocios que componen los conglomerados permite la subsistencia de unidades deficitarias o, simplemente, insuficientemente rentables. Del mismo modo, la eliminación de los conglomerados permite concentrar los esfuerzos en la empresa y evitar la dispersión y las sinergias negativas. Por último, el desarrollo y la gran liberalización de los mercados internacionales de capitales ya no hace necesaria la diversificación del riesgo económico por la vía interna, es decir, mediante la diversificación de las líneas de negocio de la empresa, como sucedía en las décadas de los sesenta o setenta. De hecho, bien al contrario, los inversores financieros consideran que son ellos mismos quienes deben realizar dicha diversificación del riesgo económico mediante la diversificación de su cartera de participaciones financieras en empresas claramente ubicadas en una línea de negocio, centradas en el corazón de su cadena de valor y a las que se les exige que estén bien posicionadas o sean “líderes” de un mercado concreto y bien definido (Batsch, 2002a).

Como resultado de todo ello, los conglomerados son penalizados por los mercados financieros internacionales. Sufren lo que se denomina un “descuento de conglomerado”, descuento bursátil que acusan las organizaciones muy diversificadas según el cual su capitalización en la bolsa es inferior a la suma potencial de sus segmentos de negocio individuales. Algunos autores estiman este descuento en Europa en torno al 20% (Goyer, 2002: 1), por lo que los directivos tienen fuertes incentivos a intentar no sufrir este tipo de penalizaciones, altamente propicias para el desarrollo de operaciones de castigo tipo OPAs o LBO (*leverage buy out*).

b) Subcontrataciones y deslocalizaciones: El proceso de recentramiento anteriormente señalado ha generado un movimiento paralelo: al tiempo que las empresas se focalizaban en el núcleo duro de su actividad, se producía el abandono de otras líneas de negocio secundarias. Como señala Gehrke (1999), las estrategias de *refocusing* se han traducido generalmente en operaciones de desinversión a lo largo de los últimos años.

Las estrategias de externalización y subcontratación se han extendido igualmente de forma generalizada por el tejido productivo europeo, especialmente desde mediados de los años noventa. Estas medidas son totalmente funcionales al cambio de estrategias potenciado por las empresas, ya que el recentramiento sobre el corazón de la cadena de valor, y la desinversión de las líneas de negocio secundarias, han tenido en la externalización y la subcontratación de actividades unas palancas privilegiadas, guardando entre ellas una profunda coherencia.

La frontera de esta externalización de actividades no ha dejado de desplazarse: mientras que inicialmente las empresas procedieron a la externalización de las funciones periféricas de la cadena de valor, poco a poco, a lo largo de los años noventa, han ido potenciando la externalización de funciones de apoyo, comerciales e incluso productivas, asumiéndose en muchos casos la concepción del producto como el corazón de la actividad empresarial.

La externalización presenta indudables ventajas para las empresas que la practican, por lo que es saludada favorablemente por los inversores financieros y los mercados bursátiles. En primer lugar, y frente a las estructuras de tipo conglomerado, la externalización genera una ganancia en coste fruto de la especialización y las economías de escala a ella asociadas, así como también fruto de la fuerte capacidad de presión que los grandes grupos son capaces de desarrollar sobre las empresas subcontratadas. Así, generalmente el proveedor es capaz de proporcionar el producto a un precio inferior al que lo fa-



bricaría la propia empresa cliente. Esto se hace particularmente patente cuando la externalización toma la forma de subcontratación internacional en zonas de bajos salarios y ausencia de derechos laborales<sup>5</sup>.

En segundo lugar, la empresa que externaliza obtiene una notable ganancia en flexibilidad, en la medida en que transfiere numerosos riesgos de su actividad empresarial hacia el proveedor: se convierten en costes variables lo que antes eran costes fijos, externalizándose igualmente las consecuencias laborales de los nuevos objetivos financieros impuestos.

En tercer y último lugar, existe una ganancia organizacional derivada del aligeramiento de la estructura empresarial, lo que la hace más fácil de gestionar y de evaluar por los mercados bursátiles. Así, en el fondo, recentramiento empresarial y externalización de las líneas de negocio son dos caras del mismo proceso económico.

c) Operaciones de fusión y adquisición. Se trata de un tipo de estrategia empresarial normalmente presentada como una forma de incrementar el valor accionarial a partir del aprovechamiento de las sinergias positivas de las empresas fusionadas y del incremento de las economías de escala. Estas estrategias son igualmente promovidas y saludadas por los mercados financieros liberalizados (Coutinet y Sagot-Duvaurox, 2003), y en la UE han adquirido una notable dimensión durante los años noventa. El número de fusiones y adquisiciones domésticas y transfronterizas en la zona euro pasaron, según datos de Thomson Financial, de 90.000 millones de euros en 1990 a más de 900.000 millones en 2000. Es decir, que en apenas una década estas operaciones se multiplicaron por diez.

Estas estrategias se inscriben en la búsqueda de los grupos europeos de

un tamaño crítico suficiente para competir en el nuevo mercado único y en los mercados mundiales actuales. Las estrategias de fusión y adquisición no sólo han sido promovidas por los mercados financieros, sino que una parte fundamental de su financiación ha pasado también por dichos mercados, bien sea mediante procedimientos de ofertas públicas de intercambios, vía operaciones de *leverage buy out* o a través del endeudamiento.

Las tres estrategias de reestructuración de la empresa que acaban de ser descritas responden al diseño de los mercados financieros: las empresas deben recentrarse sobre un corazón estratégico bien focalizado, externalizando y subcontratando todas aquellas actividades y aquellas líneas de negocio secundarias, y procediendo a fusionarse con otras empresas de similar corazón estratégico para garantizarse posiciones de "líder de mercado". Esta modificación del perímetro empresarial va a tener importantes consecuencias para la fuerza de trabajo, a través de cuatro mecanismos:

- Empleo: la reestructuración del perímetro empresarial impacta directamente sobre la fuerza de trabajo, mediante el deterioro del nivel de empleo, tal y como muestran Lazonick y O'Sullivan (2000). Tanto las estrategias de recentramiento y desinversión, como las externalizaciones, subcontrataciones y las fusiones-adquisiciones, son medidas que se traducen, al menos en un primer momento, en despidos directos. Los datos del *European Restructuring Monitor*, base de datos de la Comisión Europea elaborada a partir de una metodología muy restrictiva, cifran en algo más de tres millones los puestos de trabajo directos destruidos en la UE entre 2002 y 2009 fruto del conjunto de prácticas empresariales aquí descritas, tal y como vemos en el cuadro 1 (no consideramos los puestos de trabajo destruidos por meros cierres empresariales, aunque en muchos casos estos preceden a las operaciones de deslocalización o subcontratación). Pero el principal impacto de estas medidas sobre el empleo no viene dado tanto por la destrucción de empleo neto, sino por la sustitución de empleos estables y de calidad, por nuevos puestos

---

<sup>5</sup> Según Artus (2005: 20-22) las subcontrataciones internacionales en los países de Europa del Este suponen de media una reducción en el coste salarial unitario de aproximadamente el 50% con respecto a la UE, y del 85% si se llevan a cabo en China.

de trabajo precarios.

**Cuadro 1. Efecto sobre el empleo de las reestructuraciones empresariales en UE-27, 2002-2009**

Tipo de reestructuración	Puestos de trabajo destruidos	% Puestos de trabajo destruidos	Puestos de trabajo creados	% Puestos de trabajo creados	Casos	% Casos
Reestructuración	2.632.106	0,72	67.593	3,37%	4235	40,81%
Crecimiento empresarial	855	0,02%	1.849.227	92,15%	3301	31,81%
Bancarrotas/Cierre	603.708	16,51%	1.765	0,09%	1719	16,56%
Subcontratación internacional /	177.696	4,86%	431	0,02%	538	5,18%
Fusión & Adquisición	146.153	0,04	77.658	3,87%	288	2,78%
Relocalización	47.069	1,29%	6.110	0,3%	197	1,9%
Externalización /subcontratación	35.156	0,96%	395	0,02%	58	0,56%
Otra	13.187	0,36%	3.605	0,18%	42	0,4%
<b>Total</b>	<b>3.655.930</b>	<b>100%</b>	<b>2.006.784</b>	<b>100%</b>	<b>10378</b>	<b>100%</b>

Fuente: European Restructuring Monitor, 2009

- Pérdida de capacidad negociadora. La modificación del perímetro empresarial a la que nos veníamos refiriendo, presenta una implicación para el trabajo seguramente aún más importante que la repercusión directa sobre la cifra de empleos netos y el consiguiente incremento del desempleo: la ruptura de los espacios laborales tradicionales y la determinación de una menor capacidad de negociación. La aplicación de las medidas de recentramiento estratégico, de externalización y subcontratación, junto con los nuevos criterios de gestión impuestos por los inversores institucionales basados en la división de las empresas en unidades de negocio semiautónomas que puedan ser evaluadas independientemente, han modificado profundamente el marco en el que tradicionalmente se ha desarrollado la organización laboral y la negociación entre capital y trabajo. La lógica de los mercados financieros traducida en estrategias empresariales concretas impone la desinversión y externalización de las unidades de negocio menos rentables, lo que conlleva una menor capacidad de negociación del trabajo asalariado y de las organizaciones sindicales y, por tanto, una pérdida de influencia directa de estos agentes en la toma de decisiones en el marco de la empresa. Coutrot (1998) contrasta, a través de los datos proporcionados por las empresas francesas en la *Enquête Reponse*, cómo de hecho existe una correlación positiva entre el tamaño de las unidades empresariales

y el grado de conflictividad social y organización colectiva del trabajo. La externalización y subcontratación son estrategias empresariales que dan forma por tanto a nuevas organizaciones en las que la capacidad de organización colectiva del trabajo es menor y más deficiente.

- Eliminación de las subvenciones intrafirma. La nueva organización del tejido productivo europeo, más reticular y fragmentada, caracterizada por la desconcentración productiva, ha tenido además otras consecuencias sobre los asalariados. Entre ellas destaca la eliminación del colchón que suponían para los trabajadores las subvenciones intrafirma entre distintas divisiones de desigual rentabilidad. La eliminación de estas subvenciones ha conllevado que aquellas divisiones con más problemas de rentabilidad no puedan ser financiadas por las de mayor rentabilidad o, incluso, que no se mantengan en el seno del perímetro empresarial, con la consiguiente pérdida de empleo. En el caso de que una unidad siga funcionando tras una operación de *spin-off*, existirá una pérdida de homogeneidad salarial, erosionándose la capacidad de negociación del trabajo existente bajo el paraguas de un único convenio colectivo.

- Creciente supresión de los mercados internos de trabajo. La progresiva eliminación del carácter conglomeral de muchas empresas europeas a lo largo

de estas últimas décadas ha conllevado la paralela supresión de los mercados internos de trabajo de estas empresas y, por tanto, las posibilidades de movilidad, progresión, protección y negociación colectiva asociada a la existencia de estos mercados. Los mercados internos asociados a la organización industrial de las décadas de 1950-1970 limitaban la competencia entre los propios trabajadores en el marco de las grandes empresas.

Este conjunto de circunstancias (fragmentación de los objetivos y de los análisis de resultados de las distintas unidades de negocio, externalización y subcontratación de las actividades periféricas o de menor rentabilidad, fin de las subvenciones intrafirma, supresión de los mercados internos de trabajo, etc.) se han ido traduciendo en el progresivo estallido de las categorías tradicionales del trabajo asalariado en la UE, dando lugar a una serie de “anillos laborales” con desigual poder negociador y a una gestión de la fuerza de trabajo crecientemente fragmentada.

#### **4.4. NUEVOS ESQUEMAS DE REMUNERACIÓN SALARIAL**

Más allá de las tres vías indirectas anteriormente mencionadas, ¿el proceso de financiarización económica ha modificado directamente en algún sentido las llamadas “políticas de recursos humanos” de las empresas europeas? Son numerosos los estudios empíricos que han analizado el impacto de la financiarización económica y del desarrollo del *corporate governance* sobre la gestión empresarial de la fuerza de trabajo. Sin embargo, el grueso de esos estudios se ha concentrado en el papel de las *stock options* como herramienta de motivación para los directivos de las empresas, de modo que el análisis del vínculo entre mercados financieros y gestión de la fuerza de trabajo asalariada ha tenido mucha menor importancia.

El análisis financiero no presenta a fecha de hoy un corpus teórico o práctico que, de forma sistemática, represente y oriente a los inversores institucionales en materia de gestión de la fuerza de trabajo (Montagne y Sauviat, 2001b), a diferencia de las políticas de inversión empresarial o de crecimiento externo. En este sentido, se podría decir que los inversores financieros delegan una gran parte de la gestión de recursos humanos (en términos de contra-

tación, carrera profesional, formación, negociación, etc.) en los directivos de la empresa, exigiéndose fundamentalmente el logro de una serie de objetivos generales relacionados con la maximización de la rentabilidad financiera, el respeto a los derechos de los accionistas minoritarios y el desarrollo de estrategias de recentramiento industrial.

No obstante, aunque no exista un corpus teórico reconocido que explicita y concrete las exigencias a las empresas en materia de gestión de la fuerza de trabajo, sí que se pueden apreciar diversos tipos de respuestas y reacciones de los mercados financieros ante los anuncios de las empresas. Buena prueba de ello es la existencia misma de lo que los mercados financieros denominan “despidos bursátiles”. Este término se acuña para referirse a despidos masivos por parte de firmas que pretenden con ello mandar señales a los mercados, indicando su deseo de acometer reestructuraciones organizacionales de recentramiento de su cadena de valor y de crecimiento externo. Estas señales son favorablemente acogidas por los mercados bursátiles europeos, siempre y cuando se interpreten estos despidos como sinónimo de reestructuración ofensiva, y se den de forma simultánea a la reducción de activos, y no como respuesta defensiva ante malos resultados, en cuyo caso pueden incluso penalizarse (Montagne y Sauviat, 2001a).

En concreto, y aunque no exista ese corpus teórico ni práctico que oriente de forma sistemática las reivindicaciones de los inversores financieros, las demandas de estos agentes a las empresas en materia de gestión de la fuerza se limitan fundamentalmente a dos ratios: productividad, y parte del salario de los directivos y trabajadores vinculada directamente con la participación en los beneficios o acciones de la empresa.

De cara a respetar las nuevas normas financieras así como la fuerte competencia internacional, las empresas europeas han desarrollado nuevas fórmulas de remuneración de la fuerza de trabajo, basadas en compartir crecientemente tanto el riesgo empresarial como los beneficios con sus asalariados (Aglietta, 2002): fuerte presión sobre el salario base, incremento de la parte variable del salario, desarrollo de planes de participación en beneficios y propiedad, e individualización de las remuneraciones. Esta modificación de las fórmulas tradicionales de remuneración se ha dado a lo largo de los distintos niveles jerárquicos de las empresas.

El instrumento del que los accionistas se han servido en las últimas décadas para soldar los intereses de los dirigentes empresariales a los suyos propios y garantizar el objetivo de la maximización del valor bursátil, ha sido fundamentalmente las *stock options*. Sin embargo, la influencia de los mercados financieros liberalizados así como las exigencias protagonizadas por los inversores institucionales en el terreno de la remuneración, no se limitan a los directivos, sino que, particularmente desde mediados de los años noventa, han comenzado a afectar además a una parte creciente de los asalariados, incrementando la parte del salario variable de éstos.

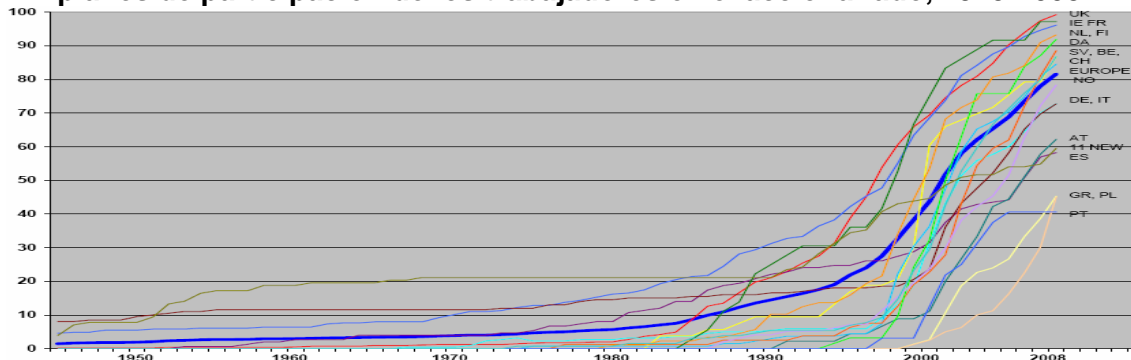
Así, las nuevas pautas de remuneración de la fuerza de trabajo desarrolladas por las empresas europeas bajo la influencia de los mercados financieros incorpora dos elementos novedosos: la participación en los beneficios y en el accionariado de la empresa. En la medida en que la gestión social de la empresa es tradicionalmente percibida por los inversores financieros –según Montagne y Sauviat (2001a)– en términos de conflicto capital/trabajo, es decir, de reparto del valor creado entre accionistas y asalariados, la comunidad financiera acoge de forma muy favorable estos sistemas de participación en beneficios o acciones, puesto que se presentan *a priori* como una posible conciliación de intereses. Estos nuevos componentes de la remuneración de los asalariados –que están entre los desarrollos más significativos de la gestión de la fuerza de trabajo a escala internacional durante los años noventa– han sido especialmente promovidos por la Unión Europea a lo largo de los últimos años: en 1992, y sobre la base del Informe PEPPER (1991), el Consejo de la Unión Europea apro-

bó una Recomendación en la que se instaba a todos los estados miembros a promover el uso de la llamada “participación financiera” por parte de los empleados en sus empresas<sup>6</sup>.

Según el informe *Annual Economic Survey Of Employee Ownership In European Countries 2008*, publicado por la Federación Europea del Accionariado Asalariado, en la UE se han desarrollado notablemente –con más o menos intensidad, según los países– estas nuevas formas de remuneración. Tal y como podemos ver en el gráfico 5, la proporción de grandes grupos empresariales que en el año 2008 presentaban planes de participación de sus asalariados en el accionariado de la empresa superaba el 90% en el Reino Unido, Irlanda, Francia, Holanda, Finlandia y Dinamarca (situándose la media de la UE en el 82%). Como podemos observar en el gráfico 5, estas prácticas –bastante limitadas durante las décadas de 1950-1980– han conocido una enorme expansión a partir de los años noventa. Lo habitual en el conjunto de países europeos es que las empresas que desarrollan este tipo de prácticas, dada la influencia de los mercados financieros, sean precisamente aquellas que cotizan en bolsa.

Además, y en contra de lo cabría pensar inicialmente, del total de capital accionarial propiedad de los asalariados de estos grupos, no siempre la mayoría está en manos de puestos ejecutivos. Como vemos en el gráfico 6, hay países donde la mayor parte de este “accionariado salarial” está en manos de trabajadores no ejecutivos. En cualquier caso, la propiedad accionarial en manos de los trabajadores no ejecutivos se sitúa, de media para la UE, en el 1,59% del capital total de los grandes grupos.

**Gráfico 5. Proporción de grandes grupos empresariales en la UE que desarrollan planes de participación de los trabajadores en el accionariado, 1945-2008\*.**

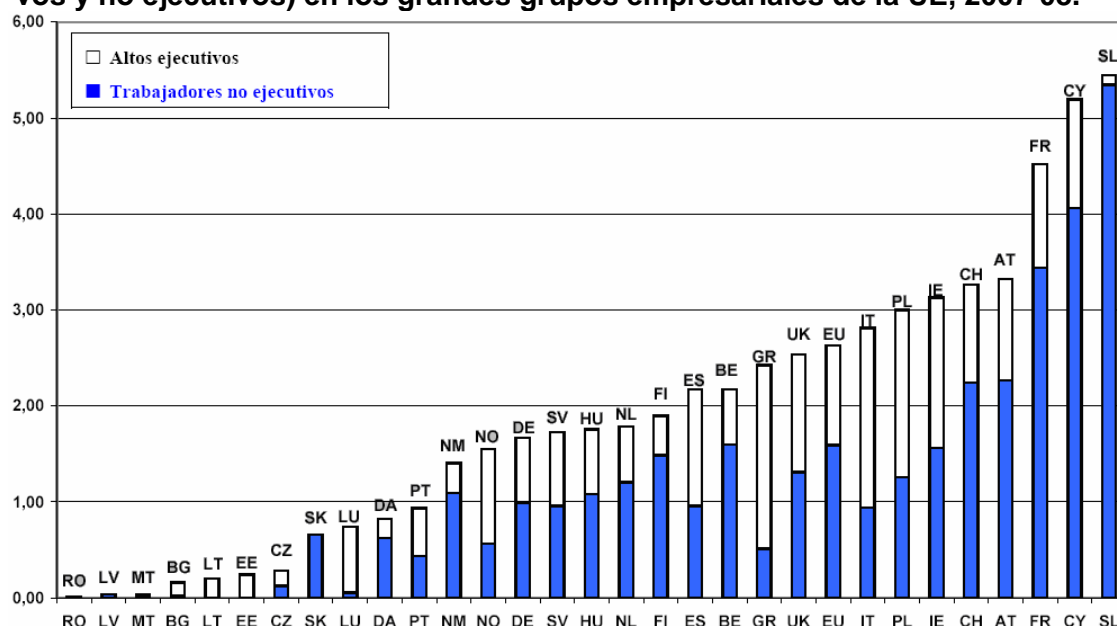


\*La base muestral incluye: 29 países europeos, 2.533 grandes grupos, 259.000 empresas, 32 millones de empleados.

Fuente: European Federation of Employee Share Ownership, 2008.

<sup>6</sup> Se puede acceder a dicha Recomendación en European Council (1992): “Council Recommendations of 27 July 1992 concerning the Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results”, *Official Journal of the European Communities*, No. L.245, 26 August 1992, pp.53-55.

**Gráfico 6. Proporción total del accionariado en manos de los trabajadores (% , ejecutivos y no ejecutivos) en los grandes grupos empresariales de la UE, 2007-08.**



\*La base muestral incluye: 29 países europeos, 2.533 grandes grupos, 259.000 empresas, 32 millones de empleados.  
Fuente: European Federation of Employee Share Ownership, 2008.

#### 4.5. FINANCIARIZACIÓN DE LAS ESTRATEGIAS EMPRESARIALES Y CAPACIDAD DE NEGOCIACIÓN DEL TRABAJO.

A lo largo de los puntos anteriores hemos ido viendo la progresiva financiarización de las estrategias empresariales, tanto en lo relacionado con la utilización del beneficio empresarial, como con el recentramiento sobre el corazón de la cadena de valor, así como con la implantación de nuevas formas de remuneración vinculadas a la participación financiera. Todas estas estrategias han contribuido, de una forma o de otra, a una menor homogeneidad, cohesión y unidad del trabajo:

- La confiscación que las finanzas han protagonizado del beneficio empresarial por la vía del incremento de los intereses, los dividendos y las recompras de acciones –así como el mayor incentivo de las empresas a destinar sus recursos a inversiones financieras– han colaborado en la reducción de la inversión empresarial en las principales economías europeas y, con ello, en el incremento del desempleo.

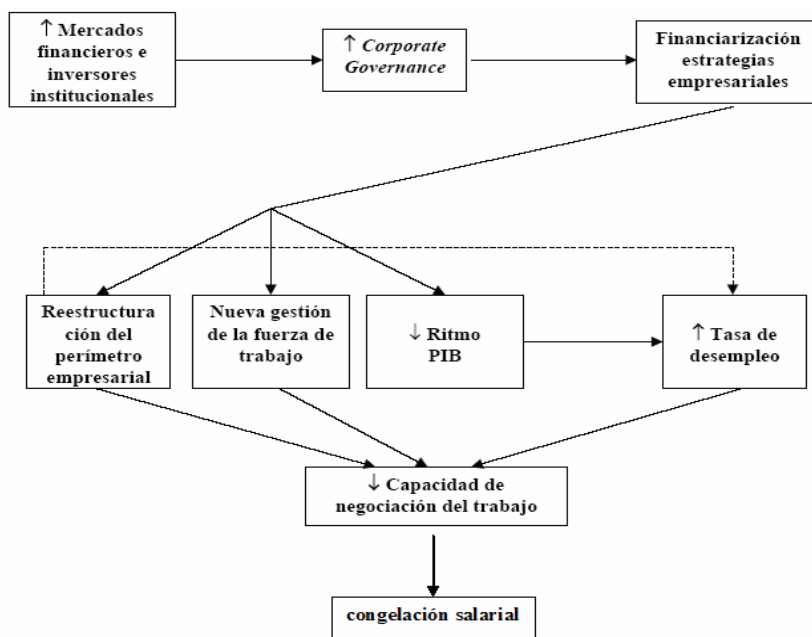
- La dinámica de recentramiento y de externalizaciones de las empresas ha desarticulado los mercados internos de

trabajo de los grandes grupos empresariales, determinando la fractura de los asalariados en distintas categorías.

- Del mismo modo, la implantación de los planes de participación sobre beneficios o sobre acciones ha comportado una creciente diversidad e individualización de los ingresos de los asalariados.

El desarrollo conjunto de estos procesos promovidos –entre otros factores– por los mercados financieros y por la entrada de los inversores institucionales en el accionariado de las empresas europeas, ha conllevado una menor capacidad de negociación y una mayor fragilidad de los asalariados frente a las empresas (ver figura 1). Como es sabido, la capacidad de negociación de los asalariados y de sus organizaciones es una variable esencial para entender el proceso de fijación de los salarios, de modo que una erosión en dicha capacidad de negociación se traduciría en una mayor contención salarial.

**Figura 1. Financiarización económica, estrategias empresariales y capacidad de negociación del trabajo.**

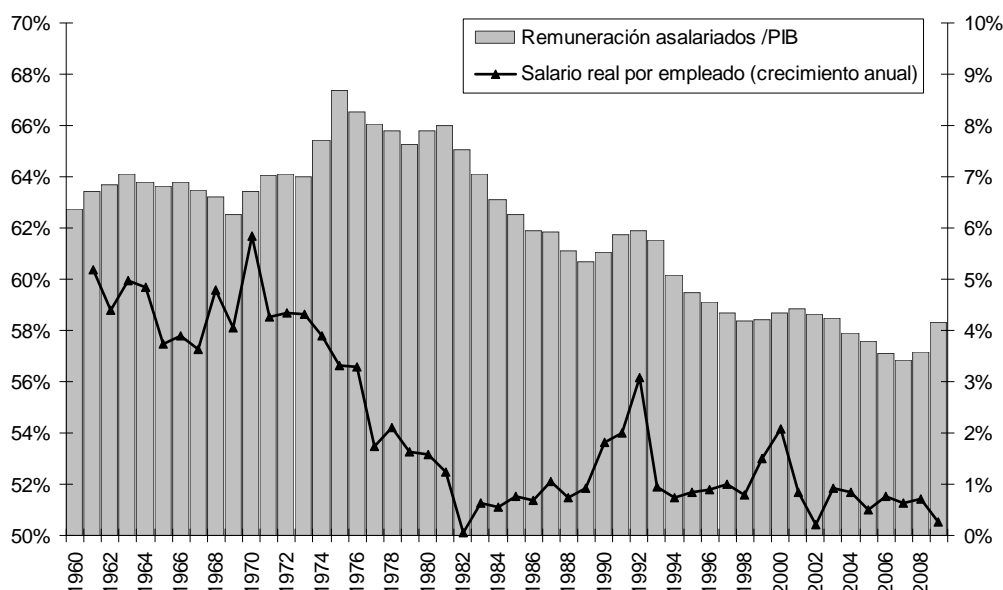


Fuente: Elaboración propia

De este modo, y como han señalado algunos autores (Boyer, 2001; Colletis, 2004; Beffa *et al.*, 1999), el retroceso en la capacidad de negociación de los asalariados está íntimamente vinculado con el proceso de financiarización de la actividad productiva, y es además una variable central a la hora de entender la evo-

lución del salario y del empleo –es decir, del modelo social– en la UE. Como podemos ver en el gráfico 7, el crecimiento de los salarios reales en la UE-15 ha experimentado una importante congelación durante las últimas décadas, lo que ha colaborado a su vez en una notable reducción del peso de las rentas salariales sobre el total del PIB.

**Gráfico 7. Crecimiento de los salarios reales y participación de la remuneración del salario en el PIB, UE-15.**



\* El crecimiento de salario real por empleado (tasa de crecimiento anual) se refleja en el eje derecho, mientras que la remuneración de asalariados sobre el PIB se refleja en el izquierdo.  
Fuente: European Commission-Economic and financial indicators, AMECO

Hall y Gingerich (2001) asocian para los países de la OCDE una mayor capacidad de negociación sindical con aquellas economías en las que las prácticas de *corporate governance* estaban menos desarrolladas. Black *et al.* (2005), si bien consideran –fruto de un análisis multivariante– que las finanzas no son la variable prioritaria para explicar la evolución de los mercados de trabajo en los países de la OCDE durante las últimas décadas, confirman la relación inversa bivariante entre la capacidad de negociación colectiva en un país (entendida como acuerdos de negociación colectiva, presencia sindical en los comités de empresa y grado de centralización de la negociación) y el grado de desarrollo del proceso de financiarización y de las instituciones propias del *corporate governance*.

Un buen ejemplo en este sentido es el de la economía francesa. Reberioux (2003) muestra cómo aquellas empresas francesas que cotizan en bolsa, y que por tanto están sometidas a la influencia de los mercados financieros, proporcionan a sus asalariados menos información de la situación económica de la empresa y menos capacidad para tomar decisiones sobre la estrategia, el cambio organizacional o el empleo, que aquellas que no cotizan en los mercados de capitales. Del mismo modo, este autor contrasta una menor capacidad de toma de decisiones para los asalariados y sindicatos franceses de aquellas empresas que desarrollan cambios organizacionales (recentramiento de la cadena de valor, externalizaciones, fusiones y adquisiciones, etc.). Reberioux apunta además cómo la nueva presencia de los inversores institucionales extranjeros en el seno de las empresas francesas se hace en detrimento de la capacidad de negociación de los asalariados y las organizaciones sindicales. Por todo ello, este autor considera que la financiarización de las estrategias empresariales supone una recomposición en la correlación de fuerzas en beneficio del capital financiero, y conlleva un efecto negativo sobre la calidad de la información proporcionada a los asalariados y sobre la integración de éstos en la toma de decisiones de la empresa, fragilizando su posición.

En realidad, los instrumentos que han permitido la mencionada recomposición de la negociación entre capital y trabajo se pueden resumir en dos palancas económicas: al disciplinamiento tradicional de la fuerza de trabajo por la vía del incremento del desempleo, se le ha incorporado desde principios de los años ochenta el disciplinamiento por la vía del au-

mento de los movimientos de capitales. La inédita fluidez que proporciona actualmente la liquidez de los mercados de capitales permite que el capital “vote con los pies” y abandone aquellas posiciones insuficientemente rentables, al tiempo que las externalizaciones y subcontrataciones internacionales obligan a los asalariados –en ausencia de organización internacional de éstos– a aceptar sucesivas presiones salariales. El desarrollo de estas dos palancas económicas se ha visto impulsado por el proceso de liberalización financiera y financiarización económica. Lógicamente, el proceso de financiarización no explica ni mucho menos la totalidad de este fenómeno; ahora bien, sí que podemos afirmar que el proceso de financiarización ha colaborado notablemente en reforzar dicha tendencia.

## 5. Conclusiones

A lo largo de este trabajo hemos tratado de establecer una relación causal entre el proceso de financiarización vivido por las economías europeas durante las últimas tres décadas, por un lado, y el incremento de la tasa de desempleo y la congelación salarial, por otro.

Como hemos visto, el proceso de financiarización se ha traducido en un creciente peso de la lógica y los objetivos financieros en el funcionamiento de las diversas economías nacionales y, en particular, en el de las grandes empresas no financieras. Esto ha conllevado una modificación de las estrategias empresariales, generando nuevas pautas de distribución del beneficio empresarial, una nueva gestión de la fuerza de trabajo y una reestructuración del perímetro empresarial que, en su conjunto, han erosionado la creación de empleo y la posición salarial en la negociación colectiva.

El trabajo aquí presentado tiene aún un carácter tentativo, que no hace sino avanzar las principales líneas argumentales que pueden servir para establecer los vínculos entre la financiarización de las estrategias empresariales y la erosión del modelo social europeo. Son necesarias nuevas investigaciones que se acerquen a este fenómeno de una forma más particularizada para avanzar en su contrastación empírica. Así, más allá de la información estadística de la contabilidad nacional, una vía analítica que quizá podría explorarse es la correspondiente con la utilización de microdatos empresariales para contrastar estas relaciones-

de forma pormenorizada<sup>7</sup>.

No obstante, este trabajo permite evidenciar – aunque sea aún de forma tentativa y general– el carácter regresivo que el proceso de financiarización presenta (colaborando en la congelación salarial y en el aumento del desempleo de estas últimas décadas), y cuya última expresión se ha visibilizado con el estallido de la crisis económica internacional de 2008-2010.

De hecho, el proceso de financiarización está en la base de la actual crisis económica: la liberalización de los mercados financieros internacionales ha permitido que los enormes flujos de liquidez existentes a escala mundial desde finales de los años setenta –fruto de la dificultad de valorización de esos capitales en el ámbito productivo– se rentabilicen de forma crecientemente especulativa en el ámbito finan-

ciero, hasta llegar a generar las colosales burbujas crediticia y bursátil que estallaron en 2008. El proceso de financiarización ha actuado además desde hace tres décadas como palanca de recomposición social, permitiendo una fuerte redistribución de ingresos a favor de las rentas de capital que ha alimentado sucesivamente los mercados financieros.

Señalemos para concluir que este proceso no constituye un fenómeno ajeno –importado de EE.UU.– al proyecto de construcción de la UE. Bien al contrario, la hegemonía del capital financiero está presente en la dinámica de construcción europea desde hace décadas. Por esa razón, el análisis de la financiarización y de las perturbaciones económicas y financieras que este proceso ha generado, constituyen un eje vertebral a la hora de abordar cualquier debate sobre la construcción de la UE.

---

<sup>7</sup> Véase en este sentido el interesante trabajo de Orhangazi (2007).



## Referencias bibliográficas

- Aglietta, Michel (2005), *Macroéconomie financière*, vols. I et II, La Découverte, Paris.
- Aglietta, Michel (2004), «L'utopie de la valeur actionnariale », *Alternatives Economiques*, n°226, juin 2004, Paris.
- Aglietta, Michel (2002), « Des mutations du capitalisme : une société salariale schizophrène ? » en Forum Europeen De Confrontations (2002): *Capitalisme: quoi de neuf ? Caractéristiques du capitalisme contemporain*, Espaces Marx-Editions Syllepse, Paris.
- Aglietta, Michel (2000), "Shareholder value and corporate governance: some tricky questions", en *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000.
- Alvarez Peralta, Ignacio y Medialdea García, Bibiana (2010), "La influencia de la financiarización sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales", *Revista de Economía Mundial*, No. 24, Abril 2010, Universidad de Huelva.
- Artus, Patrick (2005), *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, La Découverte, Paris.
- Balanyá, B. et al. (2000), *Europe Inc.*, Pluto Press, London.
- Batsch, Laurent (2004), *Finance et Stratégie*, Economica, Paris.
- Batsch, Laurent (2002a), *Le capitalisme financier*, La Découverte, Paris.
- Batsch, Laurent (2002b), « Les marchés poussent-ils à la faute ? », *Sociétal*, n°37, 3<sup>e</sup> trimestre, Paris.
- Beffa, Jean-Louis, Boyer, Robert, Touffut Jean-Phillipe (1999), « Les relations salariales en France : État, entreprises, Marchés financiers », *Notes de la Fondation Saint Simon*, n° 107, Paris.
- Betbèze, Jean-Paul (2003), *Les dix commandements de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- Black, Boyd; Gospel, Howard and Pendleton, Andrew (2005), 'Finance, Corporate Governance, and Labour: Evidence from OECD countries', King's College London, mimeo.
- Boyer, Robert (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.
- Chesnais, François y Plihon, Dominique (coord.) (2003), *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.
- Colletis, Gabriel (2004), « Evolution du rapport salarial, financiarisation et mondialisation », *Cahiers du GRES n°2004-15*, GRES (Groupement des Recherches Economiques et Sociales), IFRéDE & LEREPS, Toulouse.
- Crotty, James (2005), "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era" en Epstein, Gerald (2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, London.
- Coutinet, Nathalie y Sagot-Duvaurox, Dominique (2003), *Économie des fusions et acquisitions*, La Découverte, Paris.
- Coutrot, Thomas (1998), *L'entreprise néo-libérale, nouvelle utopie capitaliste ?*, La Découverte, Paris.
- Duménil, Gérard y Lévy, Dominique (2004), *Capital Resurgent. Roots of the Neoliberal Revolution*, Harvard University Press, Harvard, Massachusetts.
- Epstein, G. A., ed. (2005), *Financialization and the world economy* Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass., Edward Elgar.

- Farnetti, Richard (1999), "El papel de los fondos de pensión y de inversión anglosajones en el auge de las finanzas globalizadas", en Chesnais, François. (comp.) (1999): *La mundialización financiera. Genesis, costes y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.
- Fligstein, N. and Markowitz, (1990), "Financial Reorganization of American Corporation in the 1980s", en Wilson, W.J. (1990): *Sociology and the Public Agenda*, Sage, Newbury Park.
- Froud, Julie; Haslam, Colin; Johal, Sumar y Williams, Karel (2000), "Restructuring for shareholder value and its implications for labor", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 24, No. 6, November 2000, Cambridge.
- Froud, J., Ojal, S., Leaver, A. and Williams, K. (2006), *Financialization and Strategy. Narrative and numbers*, Routledge, London.
- Gehrke, Ingmar (1999), *Shareholder Value Analysis in Divestment Decisions: Lessons From Exploratory Field Research in Large Chemical Companies*, document de recherche présenté au XXII congrès de l'Association européenne de comptabilité, Bordeaux.
- Goyer, Michel (2002), "The Transformation of Corporate Governance in France and Germany: The Role of Workplace Institutions", Working Paper 02/10, July 2002, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne.
- Goyer, Michel y Hancké, Bob (2006), "Labour in French Corporate Governance : The Missing Link", en Gospel, Howard y Pendleton, Andrew (2006): *Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison*, Oxford University, Oxford.
- Hall, Peter y Gingerich, Daniel (2001), "Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy: An Empirical Analysis", Mimeo Harvard, Cambridge, MA.
- Heidrick & Struggles (2007), *Raising the bar. Corporate governance in Europe 2007 report*, Heidrick & Struggles Inc., London.
- Hermann, C. (2007), "Neoliberalism in the European Union", *Studies in Political Economy*, Number 79, Spring 2007, Ottawa.
- Husson, M. (2008), *Un pur capitalisme*. Page Deux, Lausanne.
- IMF (2007), "The globalization of Labor", en IMF (2007): *World Economic Outlook-April 2007*, IMF, Washington.
- Jeffers, Esther y Plihon, Dominique (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'Economie Financière* n° 63, Paris.
- Krippner, G. R. (2005), "The financialization of the american economy". *Socio-Economic Review*, 3(2), 173-208.
- Lazonick, William, y O'Sullivan, Mary (2000), "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000.
- Markides, C. (1995), *Diversification, refocusing, and economic performance*. MIT Press, Cambridge, Mass.
- Mathieu, Marc (2008), *Annual Economic Survey Of Employee Ownership In European Countries 2008*, European Federation of Employee Share Ownership, Brussels.
- Medialdea, Bibiana (2009), *Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña*, Tesis doctoral, Doctorado en Economía Internacional y Desarrollo, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.
- Montagne, Sabine y Sauviat, Catherine (2001a), « L'Impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises », *Document d'Etude n°42*, DARES, Mars 2001, Paris.
- Montagne, Sabine y Sauviat, Catherine (2001b), « L'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et Emploi*, n° 87, Juillet 2001, Paris.

- Morin, François (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Ed. de Bercy, Paris.
- Morin, François y Rigamonti, Eric (2002), «Évolution et structure de l'actionnariat en France», *Revue Française de Gestion*, Vol. 28/141, Paris.
- OECD (2007), *OECD Employment Outlook*, OECD, Paris.
- OECD (1998), "Shareholder Value and the Market in Corporate Control in OECD countries", en *Financial Market Trends 69*, 15-37, OCDE, Paris.
- Onaran, Özlem (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.
- Orhangazi, O. (2007), *Financialization and the US economy*, Northampton, MA, Edward Elgar.
- Orléan, André (1999), *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris.
- Pérez, R. (2003), *La gouvernance de l'entreprise*, La Découverte, Paris.
- Plihon, Dominique (2004), *Le nouveau capitalisme*, La Découverte,
- Plihon, Dominique y Ponsard, Jean-Pierre (2002), *Montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises?*, La Documentation française, Paris.
- Reberioux, Antoine (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, Mark 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, Mark J. (1995), "The Rise and Limits of Institutional Ownership of Industry in the United States: a Comparative Perspective", OECD, Paris.
- Stockhammer, E. (2004), "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741.
- Tobin (1965), "Money and Economic Growth", *Econometrica*, No. 33, USA.

## Últimos títulos publicados

### DOCUMENTOS DE TRABAJO “EL VALOR ECONÓMICO DEL ESPAÑOL”

- DT 14/10 Antonio Alonso, José; Gutiérrez, Rodolfo: *Lengua y emigración: España y el español en las migraciones internacionales.*
- DT 13/08 de Diego Álvarez, Dorotea; Rodrigues-Silveira, Rodrigo; Carrera Troyano Miguel: *Estrategias para el Desarrollo del Cluster de Enseñanza de Español en Salamanca*
- DT 12/08 Quirós Romero, Cipriano: *Lengua e internacionalización: El papel de la lengua en la internacionalización de las operadoras de telecomunicaciones.*
- 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 04/10 Álvarez, Ignacio; Luengo, Fernando: *Financiarización, empleo y salario en la UE: el impacto de las nuevas estrategias empresariales.*
- WP 03/10 Sass, Magdolna: *Foreign direct investments and relocations in business services – what are the locational factors? The case of Hungary.*
- WP 02/10 Santos-Arteaga, Francisco J.: *Bank Runs Without Sunspots.*
- WP 01/10 Donoso, Vicente; Martín, Víctor: *La sostenibilidad del déficit exterior de España.*
- WP 14/09 Dobado, Rafael; García, Héctor: *Neither so low nor so short! Wages and heights in eighteenth and early nineteenth centuries colonial Hispanic America.*
- WP 13/09 Alonso, José Antonio: *Colonisation, formal and informal institutions, and development.*

- WP 12/09 Álvarez, Francisco: *Oportunity cost of CO2 emission reductions: developing vs. developed economies.*
- WP 11/09 J. André, Francisco: *Los Biocombustibles. El Estado de la cuestión.*
- WP 10/09 Luengo, Fernando: *Las deslocalizaciones internacionales. Una visión desde la economía crítica*
- WP 09/09 Dobado, Rafael; Guerrero, David: *The Integration of Western Hemisphere Grain Markets in the Eighteenth Century: Early Progress and Decline of Globalization.*
- WP 08/09 Álvarez, Isabel; Marín, Raquel; Maldonado, Georgina: *Internal and external factors of competitiveness in the middle-income countries.*
- WP 07/09 Minondo, Asier: *Especialización productiva y crecimiento en los países de renta media.*
- WP 06/09 Martín, Víctor; Donoso, Vicente: *Selección de mercados prioritarios para los Países de Renta Media.*
- WP 05/09 Donoso, Vicente; Martín, Víctor: *Exportaciones y crecimiento económico: estudios empíricos.*
- WP 04/09 Minondo, Asier; Requena, Francisco: *¿Qué explica las diferencias en el crecimiento de las exportaciones entre los países de renta media?*
- WP 03/09 Alonso, José Antonio; Garcimartín, Carlos: *The Determinants of Institutional Quality. More on the Debate.*
- WP 02/09 Granda, Inés; Fonfría, Antonio: *Technology and economic inequality effects on international trade.*
- WP 01/09 Molero, José; Portela, Javier y Álvarez Isabel: *Innovative MNEs' Subsidiaries in different domestic environments.*
- WP 08/08 Boege, Volker; Brown, Anne; Clements, Kevin y Nolan Anna: *¿Qué es lo "fallido"? ¿Los Estados del Sur, o la investigación y las políticas de Occidente? Un estudio sobre órdenes políticos híbridos y los Estados emergentes.*
- 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 Tezanos 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 01/10 Molero, José: *Factores críticos de la innovación tecnológica en la economía española.*
- PP 03/09 Ferguson, Lucy: *Analysing the Gender Dimensions of Tourism as a Development Strategy.*
- PP 02/09 Carrasco Gallego José Antonio: *La Ronda de Doha y los países de renta media.*
- PP 01/09 Rodríguez Blanco, Eugenia: *Género, Cultura y Desarrollo: Límites y oportunidades para el cambio cultural pro-igualdad de género en Mozambique.*
- PP 04/08 Tezanos, Sergio: *Políticas públicas de apoyo a la investigación para el desarrollo. Los casos de Canadá, Holanda y Reino Unido*
- PP 03/08 Mattioli, Natalia *Including Disability into Development Cooperation. Analysis of Initiatives by National and International Donors*

- PP 02/08 Elizondo, Luis: *Espacio para Respirar: El humanitarismo en Afganistán (2001-2008)*.
- PP 01/08 Caramés Boada, Albert: *Desarme como vínculo entre seguridad y desarrollo. La reintegración comunitaria en los programas de Desarme, desmovilización y reintegración (DDR) de combatientes en Haití*.
- PP 03/07 Guimón, José: *Government strategies to attract R&D-intensive FDI*.
- PP 02/07 Czaplińska, 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*.