

Abalde, Nazaret; González Laxe, Fernando; Palmero, Federico Martín; Massó, Matilde

Article

Impacto microeconómico de la financiarización en las pequeñas empresas: El caso español

Atlantic Review of Economics (ARoEc)

Provided in Cooperation with:

Economists Association of A Coruña

Suggested Citation: Abalde, Nazaret; González Laxe, Fernando; Palmero, Federico Martín; Massó, Matilde (2022) : Impacto microeconómico de la financiarización en las pequeñas empresas: El caso español, Atlantic Review of Economics (ARoEc), ISSN 2174-3835, Colegio de Economistas de A Coruña, A Coruña, Vol. 5, Iss. 2, pp. 1-18

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/282295>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

ATLANTIC REVIEW OF ECONOMICS – AROEC

ISSN 2174-3835

www.aroec.org

6th Volume – nº 2, 2022 – December

Reference: Received: August 2022 | Accepted: December 2022 |

Impacto microeconómico de la financiarización en las pequeñas empresas: el caso español

Nazaret Abalde

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0097-6025>

Email: nazaret.bastero@udc.es

Departamento de Sociología y Ciencias de la Comunicación, Facultad de Sociología,
Universidad de A Coruña (UDC). A Coruña, España

Fernando González-Laxe

ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-5399-3446>

Email: f.laxe@udc.es

Departamento de Economía, Facultad de Economía y Empresa, Universidad de A Coruña
(UDC). A Coruña, España

Federico Martín Palmero

ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-3790-5789>

Email: f.g.martin@udc.es

Departamento de Economía, Facultad de Economía y Empresa, Universidad de A Coruña
(UDC). A Coruña, España

Matilde Massó

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3163-7023>

Email: m.mass@udc.es

Departamento de Sociología y Ciencias de la Comunicación, Facultad de Sociología,
Universidad de A Coruña (UDC). A Coruña, España

Resumen

Desde una perspectiva empírica, el análisis de la financiarización puede acometerse bajo dos puntos de vista: macroeconómico y microeconómico. El primero de ellos englobaría, desde una perspectiva agregada, la observación de la influencia creciente de las transacciones financieras, el excesivo dominio de los mercados financieros y como las finanzas globales alteran la lógica de la economía industrial. En relación con esta última, el plano microeconómico persigue el estudio de la financiarización dentro de las empresas a través del análisis de sus balances y cuentas de resultados.

La presente investigación trata de interrelacionar dichos ámbitos desde una óptica empírica y verificar si existe relación causal entre ambos. Partiendo de una base de datos de 42.873 empresas manufactureras españolas de menos de 100 trabajadores y a través del cálculo de una Tasa de Financiarización para el período desde 1995 hasta 2017, se demuestra, por una parte, que la financiarización desde una perspectiva macroeconómica es un factor clave en la última crisis y, en segundo término, que dicha crisis provoca un cambio en el comportamiento de las empresas: a partir de 2010 se desvinculan las inversiones en capital fijo y los beneficios, constatándose la existencia del *efecto tijera* entre ambos.

Abstract

Empirically, financialisation analysis can be addressed from either a macroeconomic or microeconomic perspective. In aggregate terms, the former implies observing the growing influence exerted by financial transactions, overly dominant financial markets and alterations to industrial economy logics by global finances. As for the latter, the microeconomic approach aims to study financialisation from within companies through the analysis of their financial reports and income statements.

Our research aims to interrelate both spheres from an empirical approach in order to determine the existence of a causal relation between them. It was conducted using a database of 42,873 Spanish manufacturing companies with fewer than 100 employees and the calculation of a financialisation rate for the period 1995-2017. The results revealed that from a macroeconomic perspective, financialisation was a key factor in the recent crisis, and that this crisis brought about changes to corporate behaviour trends, consisting of a move away from fixed capital and profit investments, demonstrating the existence of a 'scissor effect' in both cases.

Clasificación JEL: E44, G35, M41

Palabras clave: Microeconomía, Financiarización, Pymes. España, Microeconomics, Financialization, SMEs. Spain.

1. Introducción

En los últimos años han tenido lugar dos procesos con un denominador común: el desmantelamiento de los sistemas de regulación financiera (ya sea a nivel nacional como internacional) y una mayor liberalización de los mercados financieros. Tales cambios generan intensas dinámicas de integración comercial y financiera y, como resultado de dichos procesos, se aceleran los flujos de capitales, se implementan nuevas tomas de capital por parte de los inversores en las empresas y se desarrollan innovadores métodos en las operativas de gestión. Como afirma Chesnais (2003), se abre un nuevo régimen de acumulación guiado por las finanzas; una contradicción entre dos segmentos del capital: el productivo y el financiero (Pihon, 2001) o, con otras palabras, un predominio de la actividad financiera sobre la real (Ontiveros, 2019, 130).

El resultado de estas dinámicas se conceptualiza como financiarización. La financiarización constituye un término utilizado de manera muy profusa desde la década de los noventa, pero es difícil asignarle una definición precisa, única y aceptada universalmente. Hay quienes apuntan que comparte la amplitud semántica del término globalización (Dore, 2008); otros autores la interpretan como una divergencia prolongada entre la economía real y el sector financiero (Foster, 2007); o quienes lo conceptúan como la creciente hegemonía del capital financiero en detrimento del capital industrial (Krippner, 2005). Epstein (2005), ofrece una definición mucho más concreta al señalar que la financiarización se refiere al rol creciente de los incentivos, mercados, actores e instituciones financieras en la operativa de las economías locales o internacionales. Por ello, la financiarización no es un proceso lineal, sino que toma diferentes formas, según los países, y distintas intensidades, según las actividades (Lapavitsas, 2013).

Este artículo persigue analizar el proceso de financiarización de la industria manufacturera en España. A través de la explotación de los datos proporcionados por la Central de Balances del Banco de España, se examina la inversión productiva de 42.873 empresas de menos de 100 trabajadores entre 1995 y 2017. Este objetivo se aborda mediante el cálculo de la Tasa de Financiarización propuesto por Husson (2009) y desarrollada por del Río

(2014), cuyo propósito, trasladado al presente estudio, es la identificación de la tasa de beneficios no invertidos por las empresas. La evolución de la Tasa de Financiarización arroja luz sobre un elemento disruptivo en el comportamiento del sector manufacturero español: a partir de 2009, las inversiones en capital fijo se reducen de forma drástica, al mismo tiempo que los beneficios aumentan progresivamente. Este fenómeno pone de manifiesto el carácter multidimensional de la financiarización y evidencia, además, la variabilidad de su intensidad en función del tamaño de las corporaciones. Así pues, se observa que el proceso de financiarización de las empresas exploradas resulta de la interacción entre los niveles macro y micro de la economía: si bien la financiarización desde una óptica macroeconómica se concibe como un aspecto decisivo del origen de la crisis financiera de 2007-2008, el desarrollo de esta última retroalimenta los procesos de financiarización de las actividades industriales.

El artículo se organiza como sigue: primero, se expone una revisión teórica del término financiarización; a continuación, se detallan los objetivos del estudio, así como la base de datos utilizada y la metodología llevada a cabo para su consecución; en tercer lugar, se explica el cálculo de la Tasa de Financiarización empleada en el análisis; y, por último, se presentan los resultados del estudio y se destacan las conclusiones reseñables de la investigación.

2. Financiarización: la consecuencia.

Como ya se ha mencionado, la financiarización, en calidad de fenómeno económico, social y político, ha sido abordado en la literatura de forma similar al concepto de globalización: un término ampliamente manejado en distintas disciplinas académicas, pero desprovisto de una conceptualización teórica consensuada por la comunidad académica (Van der Zwan, 2014). Esta imprecisión terminológica conduce a la comprensión y al estudio de la financiarización desde multitud de ópticas, acaparando diversas definiciones, dimensiones y usos. Autores como Epstein (2005), Dore (2002) o Stockhammer (2004), ofrecen definiciones muy restringidas del término: el primero, concibe la financiarización como el papel cada vez más relevante de los sistemas financieros en las economías mundiales

(Epstein, 2005); el segundo, centra su enfoque en los cambios institucionales que se han ido sucediendo en las últimas décadas (Dore, 2002); el tercero, restringe su análisis al estudio de la participación de las empresas no financieras en los mercados financieros (Stockhammer, 2004). Krippner (2005), una de las autoras más citadas en este campo de investigación, recurre así mismo a una definición acotada del término, sintetizando la financiarización como un nuevo modelo de acumulación en el que los mayores beneficios empresariales se obtienen a través de canales financieros en lugar de los sistemas convencionales de producción (Krippner, 2005). De acuerdo con lo anterior, la financiarización puede concebirse en el sentido más amplio del término como un nuevo régimen de acumulación dominado por las finanzas. En este sentido, Massó y Pérez-Yruela (2017) describen dicho modelo de acumulación como la conjunción de cuatro características: el auge del *shareholder value*, los recortes presupuestarios de los Estados de Bienestar, la neutralización de la soberanía monetaria y el advenimiento de una nueva cultura del endeudamiento privado.

La financiarización opera, en consecuencia, a través de varios canales superpuestos que podrían describirse del siguiente modo: existen cambios en lo que concierne a la estructura y operativa en los mercados financieros; en lo relativo a los comportamientos de las corporaciones no financieras y, finalmente, en lo que atañe a las políticas económicas (Palley, 2007).

En lo que respecta a la literatura académica sobre la financiarización, esta podría clasificarse en tres apartados: el primero, aquellos que la conceptúan como una nueva fase del desarrollo capitalista o del propio régimen de acumulación. El segundo consistiría en como delimitar los efectos de la financiarización sobre la inversión, salarios, ingresos o empleo; con otras palabras, como el sector financiero condiciona el desarrollo de la estructura productiva (Musacchio, 2020). Y, el tercer apartado, haría mención a permitir conocer y reflexionar sobre si existen políticas económicas capaces de frenar o mitigar los efectos de la financiarización en aras a poder implementar políticas macroeconómicas macro-prudenciales (Epstein, 2015). Desde la perspectiva francesa, se enfoca la financiarización en un doble sentido, siguiendo a sus autores más destacados. De una parte, la interpretan como un nuevo régimen de acumulación, liderado por las finanzas (Boyer,

2000); y, por otra, como la emergencia del valor accionario (share-holder value) en las estrategias corporativas (Aglietta, 2000).

Los trabajos académicos más recientes describen a la financiarización como una realidad que combina varios elementos. Lapavitsas (2013) lo enfoca como una transformación sistémica de la economía capitalista, agrupada en tres rasgos:

- a) Altera la relación existente entre las grandes corporaciones financieras y los bancos, priorizando la financiación interna en los mercados financieros.
- b) Los bancos reducen sus actividades tradicionales, para dedicarse de manera más intensa a inversiones financieras y al manejo de activos financieros.
- c) Un mayor número de personas a título individual participan activamente en el sistema financiero tomando préstamos y poseyendo activos financieros.

El breve repaso llevado a cabo, sobre las distintas acepciones e interpretaciones de las recientes teorías sobre la creciente financiarización de las economías, podría resumirse señalando que este término forma parte de un todo, de un comportamiento, que hace referencia a (Ontiveros, 2019, 126 – 131):

- a. Un excesivo dominio de los mercados financieros y una hegemonía de objetivos financieros. Los inversores establecen las prioridades. Cualquier operación económica tiene la posibilidad de transformarse en una operación financiera.
- b. Influencia creciente del papel de las transacciones financieras, de sus operadores y de los mercados en que actúan.
- c. El concepto de financiarización alude también a las vulnerabilidades económicas derivadas de la hegemonía de las finanzas: cotizaciones bursátiles como prioridad de las empresas; endeudamiento de éstas y de las economías domésticas; intensidad de la movilidad internacional de capitales y transcendencia y alcance de las crisis financieras.

Como se ha visto en este apartado, los estudios sobre la financiarización cuestionan cómo el ámbito cada vez más autónomo de las finanzas globales ha llegado a alterar la lógica subyacente de la economía industrial. Desde el colapso de la burbuja de las punto-com a comienzos de la década de los 2000, pasando por el crack hipotecario en 2008 hasta la crisis de la deuda soberana actual, el mundo académico se percató de la necesidad de buscar nuevas herramientas conceptuales en el análisis de un capitalismo que ha sufrido, sin duda, una profunda metamorfosis (Engelen, 2008).

3. Objetivos

Los estudios empíricos sobre la financiarización se subdividen entre aquellos que abordan las investigaciones desde perspectivas macro o microeconómicas. La macroeconómica a su vez englobaría a los que se dedican a estudiar los efectos sectoriales, financieros y de macroeconomía agregada, integrando un mayor número de actores. Destacar, en este sentido, las aportaciones de Boyer (2000), Krippner (2005), Palley (2007), Lapavistas (2009) o Epstein (2005, 2015). Otra óptica, para aproximarse al análisis de la financiarización, ha sido el enfoque microeconómico, a través del estudio de las actividades de las organizaciones industriales utilizando los balances de las empresas para identificar sus funcionamientos y resultados (Plihon, 2001; Orhangazi, 2007; Husson, 2009 y del Río, 2014).

La presente investigación se sustenta en esta última perspectiva, estableciéndose los siguientes objetivos:

- a) Verificar si existe una relación entre beneficios y acumulación, entendida esta como la inversión productiva de las empresas. A tal fin, se parte de la explotación de la información procedente de las cuentas de una muestra de 42.873 empresas manufactureras españolas con menos de 100 trabajadores, relativas al período comprendido entre 1995 y 2017.
- b) Constatar si, como consecuencia de lo anterior, se aprecian o no signos de financiarización en el comportamiento de las mismas.
- c) Comprobar si la crisis ha tenido alguna incidencia sobre todo este proceso.

4. Procedencia de los datos y metodología

Para llevar a cabo la presente investigación, se parte de la base de datos empresarial de la Central de Balances del Banco de España correspondientes a los ejercicios de 1995 a 2017.

Presenta las particularidades siguientes:

- a) A lo largo del período analizado se dan dos intervalos: desde 1995 a 2007 se cubren los datos de las empresas de acuerdo al Plan General de Contabilidad de 1990. A partir de 2007 se aplican las prescripciones del nuevo Plan Contable (Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad). Coexisten, por tanto, esos dos períodos con sistemas contables distintos, dando lugar a dos bases de datos diferentes.
- b) Para cada uno de dichos espacios temporales, la Central de Balances usa dos cuestionarios: un modelo simplificado, para empresas de hasta 100 trabajadores y un modelo normal u ordinario para empresas de más de 100 trabajadores.
- c) La diferenciación entre empresas atendiendo a sus tamaños (como se señaló en el apartado anterior) y por los dos planes de cuentas que coexisten entre 1995 y 2017, hacen que sea necesaria la explotación y agregación de cuatro bases de datos diferentes.

Las dificultades propias de la coexistencia de dos planes contables en el período se han solventado mediante las correspondientes equivalencias entre los códigos de cada una de las cuentas que se han utilizado. No obstante, hay algunas limitaciones que deben ser señaladas:

- a) Los valores de los saldos contables referidos al ejercicio anterior no proceden de explotaciones propias del Banco de España, Es decir, de la toma de datos del balance y cuenta de resultados de la misma empresa relativos al año anterior. Responden a la declaración voluntaria de la propia empresa cuando cubre el formulario del año en curso. Este hecho puede provocar alguna distorsión (aunque resulte mínima) de los datos.
- b) Las empresas que forman parte de la muestra, pueden no resultar coincidentes a lo largo del período estudiado. Teniendo en cuenta que el análisis se lleva a cabo mediante ratios y valores cuantitativos y relativos, se estima que la

representatividad de la muestra aisladamente considerada para cada año es reflejo del sector.

- c) Los saldos de las cuentas se miden en miles de euros corrientes. No se tiene en cuenta el efecto de la inflación.

4.1. Selección de sector y tamaño de las empresas.

La base de datos facilitada contiene información de los sectores siguientes:

- Información y comunicaciones
- Industrias manufactureras
- Energía eléctrica
- Agua y saneamiento
- Comercio y reparaciones
- Transporte

Se ha optado por la elección del sector de manufacturas y, dentro de este, se ha seleccionado el subgrupo relativo a las empresas de pequeño tamaño según la clasificación llevada a cabo por el Banco de España (hasta 100 trabajadores¹). Esta selección se justifica por diversas razones, entre ellas:

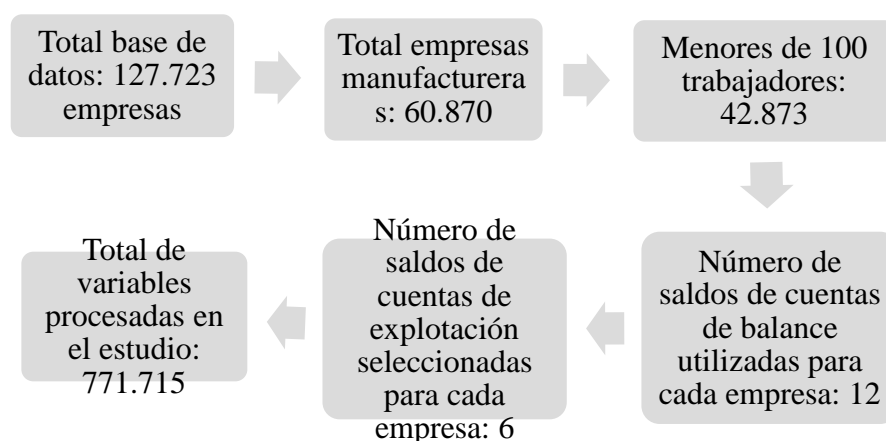
- La industria manufacturera es, con diferencia entre los subsectores de los que se posee información empresarial en esta base de datos, la mayor proveedora de inputs intermedios al sector de la construcción (INE, 2019). Ello permitirá verificar hasta qué extremo viene afectado su comportamiento por la crisis habida en la economía española a partir de 2008 y, en último caso, discernir si dicha recesión ha significado algún tipo de alteración en el comportamiento de las empresas en cuanto al proceso de financiarización que pretende analizarse.
- El tamaño de las empresas seleccionadas es una garantía de que se aíslan dos efectos: por una parte, la posible priorización de que tratasen de obtener la mayor

¹ La calificación de empresa pequeña definida por el Banco de España es aquella que tiene menos de 100 trabajadores. No adopta el criterio de la UE que entiende que en esta categoría estarían las que tienen menos de 50 empleados. A efectos de la UE las empresas que se procesan en la presente investigación serían calificadas como PYMES [Reglamento (UE) nº 651/2014 de la Comisión]. No obstante, en el texto se mantiene la denominación del Banco de España.

rentabilidad financiera posible si fuesen empresas cotizadas en bolsa, lo que no es el caso; y, por otro lado, descartar los argumentos de la posible incidencia de la inversión extranjera en la financiarización por resultar poco probable este supuesto en empresas de esta dimensión (del Río, 2015). Además, podría añadirse un argumento más uso de la base de datos de pequeñas empresas: el sector manufacturero español se caracteriza por la presencia de empresas de escaso tamaño a diferencia, por ejemplo, de Alemania donde las empresas grandes (de más de 250 asalariados) representan el 68% del VAB sectorial. En España, las grandes empresas solo aportan el 45,7% (Fundación BBVA – IVIE, 2019).

- Por último, el subsector escogido es, con diferencia, el que presenta una muestra de empresas mucho más amplia que los restantes, lo que garantizaría una aproximación más adecuada a resultados coherentes. A estos efectos, en la Tabla 1 se recoge la información relativa al número de empresas consideradas para cada año, a lo largo del período estudiado. En total, se ha utilizado la información de los balances y cuentas de explotación de 42.873 empresas; en la Figura 1 se recoge la secuencia llevada a cabo para la selección de dichas empresas y la totalidad de las 771.715 variables procesadas para la obtención de los resultados finales.

Figura 1. Proceso de construcción de la base de datos empresarial (1995 – 2017)



Fuente: elaboración propia

4.2. Cálculo de la Tasa de financiarización (TF)

A los efectos del análisis se adopta la fórmula de Tasa de Financiarización (TF) propuesta por Husson (2009) y concretada por del Río (2014). Se definiría como la diferencia entre la tasa de beneficios y la tasa de inversión. Identifica, por lo tanto, la tasa de beneficios no invertidos por parte de las empresas; y se formula de la siguiente manera:

$$TF = \frac{\text{Resultado de Explotación}}{\text{Valor Añadido Bruto (VAB)}} \times 100 - \frac{\text{Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF)}}{\text{Valor Añadido Bruto (VAB)}} \times 100$$

**Tabla 1. Número de empresas que forman la muestra
[< 100 trabajadores]**

Año	Número
1995	2.280
1996	2.221
1997	2.377
1998	2.334
1999	2.137
2000	2.169
2001	2.052
2002	1.940
2003	1.819
2004	1.743
2005	1.611
2006	1.603
2007	1.633
2008	1.762
2009	1.787
2010	1.782
2011	1.723
2012	1.703
2013	1.720
2014	1.758
2015	1.737
2016	1.651
2017	1.331
Total	42.873

Fuente: elaboración propia

El significado de cada variable y su relación con las cuentas de las bases de datos disponibles se detalla a continuación:

a) Resultado de Explotación

Se obtiene a partir de los saldos de las cuentas Resultados del Ejercicio (beneficios) y Resultado del Ejercicio (pérdidas).

b) Valor Añadido Bruto (VAB)

Su cálculo procede de la diferencia entre el valor de la producción (importe de la cifra de negocios) y el valor de la cuenta de compras y otras adquisiciones.

c) Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF)

Se obtiene restando la Formación de Capital del ejercicio N (actual) y la del ejercicio anterior (N – 1). Proviene del saldo de la partida Activo no corriente que incluye, entre otras:

- Inmovilizado material
- Inmovilizado inmaterial
- Inmovilizado intangible
- Inversiones inmobiliarias
- Inversiones financieras a largo plazo

Como se ha señalado con anterioridad, la base de datos dispone de información relativa a los saldos actuales de dichas cuentas y los declarados del ejercicio anterior, lo que permite efectuar el cálculo de las variaciones del inmovilizado en ese año.

d) Porcentaje de salarios sobre ventas.

Se incluye una ratio determinada por el porcentaje que representan los gastos de personal sobre el total de ventas, con el objetivo de analizar la evolución del coste del factor trabajo a lo largo del período estudiado.

4.3. Interpretación de la fórmula adoptada

La TF viene definida por un porcentaje que puede alcanzar distintos valores. A continuación, se detalla el significado de dicha tasa en función de los resultados que pueden obtenerse.

a) $TF > 0$

Los valores positivos de las TF significan una alta tasa de beneficios de la empresa no invertidos en la FBKF de la propia entidad. Serían distribuidos bajo la forma de beneficios financieros. Tradicionalmente es la forma habitual de remuneración a los accionistas y propietarios de las empresas. Consecuentemente, cuanto mayor sea el valor de la TF, mayor recogida de beneficios en detrimento de las inversiones en capital fijo.

b) $TF < 0$

Una TF negativa puede tener dos interpretaciones en función de las tasas que componen el indicador: puede ser debido a pérdidas en el ejercicio y/o, al mismo tiempo, la necesidad de seguir invirtiendo en capital fijo para mantener la actividad de la empresa a medio y largo plazo en períodos posteriores.

6. Discusión y resultados

Como rasgo general, el comportamiento de la industria manufacturera española registra dos secuencias temporales muy significativas en lo que va de siglo. En la primera década, el peso de dichas actividades ha disminuido notablemente, pasando del 18% al 13,3% en el Valor Añadido Bruto (VAB). Después, su participación no ha parado de crecer hasta situarse en el 14,4%, inferior al contabilizado por Alemania (23,4%) pero superior al 11,4% alcanzado por Francia (Fundación BBVA-IVIE, 2019). En términos evolutivos, desde 2013 hasta 2019, la producción industrial en España ha crecido un 15% (Moral, 2019), pero, en el intervalo desde el primer año de la crisis (2009) y 2016, el índice de producción industrial es muy similar en términos absolutos, mientras que ha disminuido en términos de empleo un 11% (CCOO, 2017).

En la investigación llevada a cabo sobre la muestra de las empresas de este sector se recogen los resultados de todo el procedimiento de cálculo realizado, según se ha descrito en la metodología y para todas las variables consideradas (Figura 1). La mera observación de los gráficos lleva a determinar que dentro del ciclo estudiado (1995-2017) se desprende la existencia de tres períodos muy definidos:

a) 1995 – 2007

Se caracteriza por un comportamiento bastante homogéneo en todas las variables: los salarios se mueven en un porcentaje constante de entre el 15 y el 16% de las ventas; los beneficios en torno a intervalos del 8 y 11% y la tasa de inversión en una media del 5% en el período, con valores extremos positivos en 1999 (7,37%) y el más bajo en 2005 (3.93%). Consecuentemente, la tasa de financiarización se sitúa en el entorno del 4% en estos años, con la excepción de los años 1995 y 1996 con valores inferiores al 3%, llegando a alcanzar solamente el 1,18 en este último año.

b) 2008 – 2009

En el bienio del comienzo de la crisis se produce el anuncio de un cambio de ciclo muy claro: descienden los beneficios y la formación bruta de capital fijo (en 2019 se sitúa en un escaso 0,27%) y se atisba el principio de un período en el que la tasa de financiarización mantendrá un comportamiento alcista. Por otra parte, la ratio de salarios sobre ventas aumenta hasta el 18,8%. Un análisis detallado de tal porcentaje hace intuir que se debe a una disminución de la cifra de negocio con unas plantillas que no han sufrido todavía las consecuencias de la crisis y que se reducirían en años posteriores.

c) 2010 – 2017

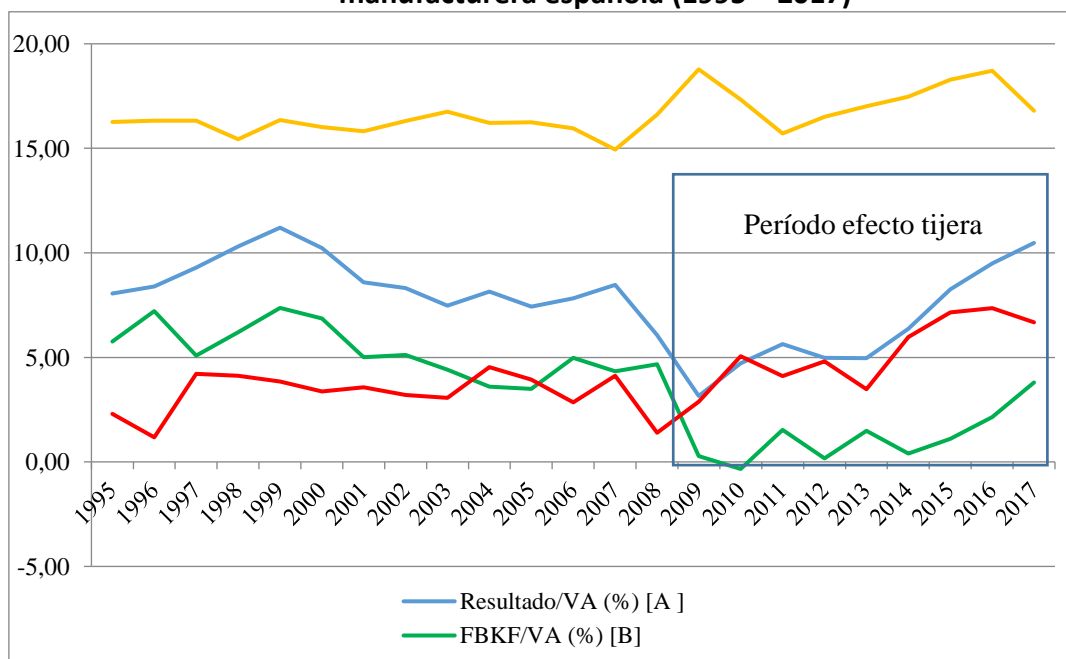
Este último período estudiado es el que se podría denominar como el de un cambio de tendencia muy acentuado. Por una parte, vuelven a recuperarse los beneficios empresariales, con una propensión alcista hasta 2017. Por otro lado, la Formación Bruta de Capital se sitúa en valores cuasi nulos o muy bajos: ni en 2017 alcanza los valores precrisis. Obviamente, el incremento de beneficios y la nula tasa de acumulación, hacen que en este período la Tasa de Financiarización aumente. Es

sintomático reseñar que, desde 2010 hasta 2017, las TF son siempre mayores que cualquiera de los 15 años anteriores.

Pueden por lo tanto llevarse a cabo las siguientes reflexiones:

- Hasta 2007 tiene lugar un período en la industria manufacturera española prácticamente estable desde la perspectiva del presente análisis: no presenta evidencias de incremento de la TF; es más, el porcentaje de beneficios y el de FBKF se mantienen en una evolución paralela. No se revela la existencia de atisbos de financiarización en la muestra de empresas manufactureras consideradas.
- Se constata que en los dos años en los que se produce la crisis, tiene lugar un cambio de tendencia que condicionará la evolución posterior.
- Desde la perspectiva de los teóricos de la financiarización (del Río, 2015), a partir de 2010 se produce lo que se ha denominado *efecto tijera*: aumentan los beneficios empresariales, disminuyen las inversiones hasta la mínima expresión y la TF aumenta considerablemente. Con otras palabras, gráficamente se manifiesta con la apertura de las dos hojas de una tijera: la que representa a los beneficios se abre hacia arriba y la que recoge la inversión lo hace hacia abajo. Este efecto se ralentiza a partir de 2016.

Figura 2. Estimación de la evolución de la Tasa de Financiarización en la industria manufacturera española (1995 – 2017)



Fuente: elaboración propia

7. Conclusiones

La muestra de los estados contables de las pequeñas empresas correspondientes al sector manufacturero se ha evidenciado como un instrumento útil para el análisis de la posible financiarización de un sector, entendida esta desde una perspectiva microeconómica y concretado dicho análisis a través del cálculo de una Tasa de Financiarización diseñada al respecto.

En este sentido, se constata que el comportamiento de dichas empresas está condicionado por la crisis. De esta forma, se evidencia que la recesión es la causa que provoca que el sector cambie radicalmente: a partir de 2009 se reducen drásticamente las inversiones en capital fijo, mientras que los beneficios comienzan a crecer. Se constata la presencia a partir del comienzo de la crisis del *efecto tijera*, como se ha podido demostrar. Estos resultados vienen a coincidir con los alcanzados por del Río (2015) quién, trabajando con una muestra de 208 grandes empresas llega a determinar la especial incidencia de la crisis inmobiliaria en las mismas detectando que a partir de 2010 los beneficios empresariales aumentan y la acumulación decrece constantemente en un contexto de crisis latente. La constatación de este fenómeno presenta una interpretación singular: la financiarización desde una perspectiva macroeconómica resulta ser un factor clave en el origen y desarrollo de la crisis financiera global; y es esta crisis la que retroalimenta una tendencia hacia procesos de financiarización de las empresas, es decir, afecta a las actividades consideradas éstas desde un punto de vista microeconómico.

Por último, la confirmación del incremento de la TF después de la crisis no hace más que denotar la desvinculación entre beneficios e inversión. Esta situación podría no augurar buenas perspectivas de futuro a medio y largo plazo para estas empresas si se llegan a abandonar las políticas destinadas a la inversión en capital fijo. Si bien es cierto que, a corto plazo, ha habido incrementos de productividad en el sector en el período postcrisis (CCOO, 2017), estos han sido debidos fundamentalmente a políticas de control de costes y gestión eficiente de los recursos, más que a incremento de las inversiones en capital fijo.

Bibliografía

Aglietta, M. (2000). Shareholder and corporate governance. Some tricky questions. *Economy and Society*. 29(1). 146-159. <https://doi.org/10.1080/030851400360596>

Arrighi, G. (1994). *The long twentieth century: money, power and the origins for our time*. London. Verso.

Boyer, R. (2000). Is a financed-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*. 29(1). 111-145. <https://doi.org/10.1080/030851400360587>

CCOO (2017). *Evolución del sector manufacturero en España 2008 – 2016*. <https://industria.ccoo.es/53b33206724871b1b5b8d23d7ae4fee3000060.pdf>

Chesnais, F. (2003). Las teorías del régimen de acumulación financiarizada: contenido, alcance e interrogantes. *Revista de Economía Crítica* 1. 37-72.

Confederación Española de Organizaciones Empresariales CEOE (2017). *La industria, motor del crecimiento: análisis y recomendaciones*. https://contenidos.ceoe.es/CEOE/var/pool/pdf/publications_docs-file-442-la-industria-motor-de-crecimiento-analisis-y-propuestas.pdf

Del Rio Casasola, A. (2015). La financiarización a debate: la desvinculación entre beneficios e inversión en el caso español. *Investigación Económica*. Vol. LXXIV, nº 291. 53-77. <https://doi.org/10.1016/i.inveco.2015.07.002>

Dore, R. (2002). Stock market capitalism and its diffusion, *New Political Economy*, 7(1), 115-121. <https://doi.org/10.1080/13563460120115543>

Dore, R. (2008), Financialization of the global economy. *Industrial and Corporate Change*. 17(6). 1097-1112. <https://doi.org/10.1093/icc/dtn041>

Engelen, E. (2008). The Case for Financialization, *Competition & Change*, 12, 111-19

Epstein, G. (2005). *Financialisation and the World Economy*. Cheltenham UK. Edward Elgar.

Epstein, G. (2015). Financialization: There's something happening here. *Political Economy Research Institute (PERI)*. Working Paper 394.

Fundación BBVA – IVIE. (2019). Competitividad de la industria española: el tamaño importa. Esenciales, 34. https://www.fbbva.es/wp-content/uploads/2019/03/FBBVA_Esenciales_34.pdf

INE (2019). Contabilidad Nacional Anual de España. Tablas Input – Output 2016. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177058&menu=resultados&idp=1254735576581

- Husson, M. (2009). *Capitalismo puro*. Maia. Madrid: Maia Ediciones
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the America Economy. *Socio-Economic Review*. 3(2). 173-208. <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>
- Lapavitsas, C. (2009). Financialisation, or the search for profits in the sphere of circulation. *Ekonomiaz*. 72(3). 99-117.
- Lapavitsas, C. (2009). *El capitalismo financiarizado. Expansión y Crisis*. Madrid. Mata Ediciones.
- Lapavitsas, C. (2013). Beneficios sin producción. Cómo nos explotan las finanzas. Madrid: Traficantes de sueños
- Massó, M. y Pérez-Yruela, M. (2017). Financialisation in Spain: the Emergence of a New Accumulation Model?, *Revista Española de Investigaciones Sociológicas*, 157: 103-122. <https://doi.org/10.5477/cis/reis.157.103>
- Moral, M. (2017). Evolución comparada de las manufacturas españolas. *Cuadernos de Información Económica*, 273. 45 – 54.
- Musacchio, A. (2020). Neoliberalismo, inserción internacional y financiarización: una comparación entre Argentina y Portugal. Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía. 51 (201). <https://doi.org/10.22201/iiec.20078951e.2020.201.69442>
- Ontiveros Baeza, E. (2019). *Excesos. Amenazas a la prosperidad global*. Planeta. Madrid.
- Orhangazi, Ö. (2007). Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation of the US economy 1973-2003. University of Massachusetts. *Political Economy Research Institute*. Working Paper 149. <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>
- Palley, T. I. (2007). Financialisation: what it is and why it matters. *The Ley Economics Institute of Bard College*. Working Paper 525. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1077923>
- Plihon, D. (2001). Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas liberales. En Francois Chesnais (Comp.). *La mundialización financiera: génesis, costos y desafíos*. Buenos Aires. Losada Ed. 115-163.
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5) 719-741. <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>
- Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization, *Socio-Economic Review*, 12, 33-129. <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>