

ANTONIO TORRERO MAÑAS

REVOLUCIÓN
EN LAS FINANZAS

Los grandes cambios en las ideas.
Represión y Liberalización Financiera

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2008

ÍNDICE

	Pág.
AGRADECIMIENTOS	13
PRESENTACIÓN	15
ABREVIATURAS	19
1. CAMBIOS EN LAS IDEAS SOBRE LAS FINANZAS	25
1. LA EVOLUCIÓN DESDE 1980	25
1.1. Los objetivos de la empresa y el control de la gestión ...	29
1.2. La incidencia de la globalización en la reducción de las peculiaridades nacionales	31
1.3. El triunfo del modelo de finanzas americano.....	35
2. CARACTERÍSTICAS DE LAS NUEVAS FINANZAS.....	38
3. CAMBIOS EN LAS IDEAS SOBRE LAS INSTITUCIO- NES FINANCIERAS	43
3.1. Admiración por la banca universal, el banco principal y el <i>keiretsu</i> hasta la década de los noventa.....	43
3.1.1. La banca universal en Alemania.....	43
3.1.2. El banco principal y el <i>keiretsu</i> en Japón	51
3.2. Revisión de estas instituciones	56
3.2.1. La banca universal en Alemania.....	56
3.2.2. El banco principal y el <i>keiretsu</i> en Japón	65
3.3. Cambios en las opiniones sobre las instituciones finan- cieras	72
4. LA IMPLICACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO EN LA ASIGNACIÓN DE LOS RECURSOS FINANCIEROS...	80
5. CORTOPLACISMO	82
5.1. Planteamiento de la cuestión.....	82
5.2. Cambios en las opiniones sobre el cortoplacismo en los distintos países	84
6. ESTABILIDAD ECONÓMICA E INESTABILIDAD FINANCIERA	93

	Pág.
6.1. Disociación entre estabilidad financiera y económica ...	93
6.2. Efectos del mayor grado de integración financiera internacional	102
6.3. La preocupación por las consecuencias de los desequilibrios financieros	104
2. REPRESIÓN Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERA.....	119
1. PROPUESTAS DE LIBERALIZACIÓN. LAS APORTACIONES DE McKINNON Y SHAW (1973).....	119
2. REACCIONES A LAS PROPUESTAS DE LIBERALIZACIÓN	125
2.1. Críticas a la liberalización financiera basada en las aportaciones de KEYNES	131
2.2. La crítica estructuralista.....	134
3. EL IMPULSO INSTITUCIONAL.....	136
3.1. La atención del BM.....	136
3.2. La presión de los Estados Unidos y del FMI.....	139
3.3. El consenso de Washington	145
4. LIBERALIZACIÓN FINANCIERA NACIONAL E INTERNACIONAL	150
4.1. Ámbito y costes de la represión financiera	150
4.2. Liberalización interior y exterior	152
4.3. Secuencia del proceso de liberalización	155
5. LIBERALIZACIÓN Y CRISIS FINANCIERAS	167
5.1. Liberalización e incremento del riesgo	167
5.2. Incidencia de la liberalización financiera sobre el comportamiento de la economía	173
5.3. La propensión a la crisis como característica del sector financiero	178
6. DIFERENCIAS ENTRE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y LA DE BIENES Y SERVICIOS	184
6.1. Características específicas de las finanzas.....	188
6.2. La cuestión de la información imperfecta.....	192
7. LÍMITES A LA REGULACIÓN	198
7.1. Imperfecciones de los mercados financieros. Razones que pudieran justificar la intervención pública.....	202

	Pág.
7.2. Intervenciones para prevenir, frenar o corregir, los efectos de pánicos bancarios o crisis sistémicas.....	207
7.3. Intervenciones para reducir la propensión al riesgo de las instituciones financieras derivadas de una competencia excesiva	209
8. BALANCE DE LA EXPERIENCIA LIBERALIZADORA.	219
8.1. Insuficiencia de la liberalización y de los mercados para financiar el desarrollo económico.....	223
8.2. Requisitos de orden institucional para que tenga éxito la liberalización.....	225
8.3. El grado de represión financiera.....	229
8.4. Visión a largo plazo de la liberalización financiera	232
3. CONCLUSIONES	239
1. CONCLUSIONES DE LA PRIMERA PARTE	239
2. CONCLUSIONES DE LA SEGUNDA PARTE	242
3. NOTA FINAL	246
BIBLIOGRAFÍA	247
ÍNDICE DE AUTORES	000
ÍNDICE DE MATERIAS	000

AGRADECIMIENTOS

Los profesores MUÑOZ CIUDAD, de la Universidad Complutense, y SÁNCHEZ REAL, de la Universidad de Alcalá; han revisado el texto proponiendo modificaciones que han mejorado el original.

Los empleados de la Biblioteca de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Alcalá han atendido con amabilidad y eficiencia mis reiteradas demandas de material bibliográfico.

El Sr. CASA BALLESTEROS se ha ocupado pacientemente de las numerosas correcciones en los sucesivos borradores de libro.

Naturalmente, soy el único responsable del resultado final.

Miraflores de la Sierra. Enero de 2008

PRESENTACIÓN

Este libro pretende exponer de manera ordenada los cambios que se han producido en las ideas sobre las finanzas desde mediados de la década de los setenta. El objetivo es facilitar la comprensión de la evolución de las finanzas e incentivar la reflexión del lector.

Intento revisar, de forma quizá demasiado prolija, la literatura que, a mi juicio, recoge las aportaciones fundamentales. Lo hago así por dos razones: primera, me parece de justicia reconocer los trabajos en los que fundamento mi propia reflexión; y segunda, la constancia de la bibliografía utilizada puede facilitar la profundización que el lector interesado desee realizar sobre cada tema.

El libro se apoya, pues, en el trabajo de otros economistas y expertos financieros y no apporto ninguna novedad sustancial. Un autor parte siempre de una determinada *visión* en el sentido que da a este término SCHUMPETER. Existen unas ideas preconcebidas que explican el tema que se elige, el material que se maneja, e incluso las conclusiones o reflexiones finales que se exponen. Como ha señalado SAMUELSON (1962, p. 17): «... el que elige a su médico entre un colectivo de doctores que compiten entre sí es en un sentido real su propio médico. A menudo el Príncipe gusta de escuchar lo que desea oír».

También yo tengo mi *visión* y aunque en los años dedicados a la lectura, anotación y reflexión sobre los temas que aborda el libro, he ido modulándola, los cuatro puntos esenciales siguen siendo los mismos y los resumo para que el lector tenga en cuenta las inclinaciones y sesgos que influyen en la selección de los temas, de los autores, en las consideraciones que expongo y en mis opiniones al respecto.

Primero, las finanzas constituyen un sector con tantas peculiaridades que no pueden aplicarse, sin matizaciones muy importantes, las ideas generales sobre el funcionamiento de otros sectores y mercados que constituyen los instrumentos y forman la educación básica del economista.

Segundo, ligado con el anterior, el gran peso de la incertidumbre en las actividades financieras acentúa la inestabilidad de las finanzas; además, las consecuencias sociales y económicas de las crisis son de tal enti-

dad que aconsejan extremar la prudencia puesto que se está manejando material altamente sensible.

Tercero, la inestabilidad financiera se está acelerando y el riesgo de que se produzca una catástrofe financiera —no una simple crisis a las que tan acostumbrados estamos desde la década de los setenta— es cada vez mayor.

Cuarto, el sistema financiero forma parte de la sociedad, su funcionamiento la afecta y, al tiempo, su configuración está condicionada por las instituciones básicas de esa sociedad. Así, la estructura del sistema financiero está directamente relacionada con las características del mercado de trabajo, con el nivel de protección social y con otras instituciones. No pueden introducirse modificaciones sustanciales en las finanzas sin afectar a otros núcleos esenciales que caracterizan a la sociedad, lo cual debería prevenir sobre propuestas de reformas en el campo financiero que no consideren los efectos en instituciones aparentemente desconectadas del mismo.

Llegados aquí, el lector tiene todo el derecho a plantear dos cuestiones clave: *a)* si el riesgo de una crisis catastrófica es elevado, ¿cómo es posible que ello no se advierta con generalidad, rotundidad y claridad por una comunidad de expertos financieros cada vez más importante, numerosa y sofisticada?, y *b)* suponiendo que esa opinión tenga alguna base, ¿qué puede hacerse para reducir el riesgo de que se produzca?

En cuanto al primer punto, las finanzas son, en efecto, la rama de la economía que ha recibido más atención en las últimas décadas. Los profesionales dedicados a este sector han crecido de forma exponencial y de los avances teóricos son muestra suficiente los varios premios Nobel concedidos a importantes innovadores. Sin embargo, entre estos últimos, sólo STIGLITZ ha hecho aportaciones en el campo financiero planteando, al tiempo, las consecuencias de la creciente sofisticación sobre la estabilidad económica y social. Los principales progresos de las finanzas se han centrado, pues, sobre los activos financieros y el propio funcionamiento de los mercados y de las instituciones.

No parece haberse seguido demasiado la línea de promover la complementariedad de las visiones de los economistas «financieros» y «generalistas» postulada por SUMMERS (1985):

«Ambos tienen potencial para incrementar nuestro conocimiento de cómo funciona la economía. No es deseable, por tanto, que los investigadores en economía presten tan escasa atención a la investigación financiera, y quizás más desafortunado que los economistas finan-

cieros continúen tan reacios a aceptar trabajos que relacionen el precio de los activos y los valores fundamentales» (p. 634).

Respecto al segundo punto, la liberalización y la globalización de las finanzas están aumentando la inestabilidad financiera pero, a la vez, también está haciendo más eficiente la asignación de los recursos. En la apreciación de este binomio inestabilidad/eficiencia reside la clave que explica la orientación de quienes reflexionan sobre este asunto.

Las directrices a seguir, las medidas a aplicar, no son cuestiones, sin embargo, que puedan decidirse, a mi juicio, por vía empírica de una vez para siempre. La situación de los países, las consecuencias de la regulación, así como la capacidad de mutación de las finanzas, hacen imprescindible el análisis de cada situación concreta; la oportunidad de las políticas a adoptar debe fundamentarse en esa especificidad. En consonancia con mi convicción de que se está incurriendo en un riesgo creciente de inestabilidad, me inclino por la reducción del riesgo aun a costa de la menor eficiencia en la asignación, tema sobre el que debo confesar que también tengo alguna reserva.

Lo anterior no implica rechazo alguno a los mercados financieros. Se puede defender el papel de los mercados con perspectivas y alcance distintos. Por intentar aclarar la cuestión, la visión de los mercados de BUFFET tiene poco que ver con la de MERTON pero ambos son destacados defensores de los mercados financieros. Si predominaran las ideas del primero, el papel de las instituciones y mercados creo que diferiría sustancialmente de la organización que existiría si se impusiera la concepción del segundo. Pues bien, tanto desde el punto de vista de la comprensión de los mercados, como considerando los efectos sobre la economía y la sociedad, estoy más cerca de la concepción de BUFFET, cuyas ideas creo que se identifican con la conveniencia de que las valoraciones estén ligadas a los aspectos fundamentales de los activos, y tiene muy en cuenta el papel de las instituciones.

Seré aún más explícito respecto a mi visión del mundo financiero. Desde la perspectiva teórica me inspiro en la idea de inestabilidad financiera de MINSKY; en cuanto a la comprensión de los aspectos prácticos de las finanzas tengo en gran consideración los planteamientos de BUFFET. A partir de estas influencias, se comprende mi reticencia: a la construcción de las finanzas a partir de la teoría de los mercados eficientes; a considerar beneficiosa la explosión de los productos derivados; y a confiar demasiado en los modelos de predicción del comportamiento y evolución de los mercados financieros.

Mis ideas sobre el fenómeno financiero no se corresponden, pues, con la corriente dominante que considera la globalización, la liberalización y la potenciación de la competencia y de los mercados como directrices esencialmente positivas, y entiende que las crisis financieras son accidentes en la carrera del progreso. Las ideas prevalecientes, sin embargo, son tan profundas, y los intereses políticos y económicos de los principales beneficiarios tan poderosos, que no es concebible una revisión en profundidad a no ser que se produjera una crisis financiera de gran entidad, como ya ha sucedido en el pasado.

Sería, por tanto, poco realista pensar que este libro pudiera tener algún efecto sobre las ideas. Únicamente tengo la esperanza de que ayude a algún lector a la mejor comprensión del fenómeno financiero, a llamar la atención sobre determinados aspectos de las finanzas y, sobre todo, a incentivar su propia reflexión.

El libro consta de dos partes. En la primera intento dejar constancia de los cambios que se han producido en las ideas respecto al funcionamiento de las instituciones financieras así como a los efectos de las finanzas sobre el sistema económico. En la segunda parte se analiza la palanca que ha promovido esos cambios: la liberalización de las finanzas.

El lector observará que aludo brevemente a cuestiones muy relevantes relacionadas con las ideas y con los efectos de la liberalización. Así sucede con temas como la valoración de activos, la importancia de la inversión institucional, el gobierno de las empresas, la convergencia entre sistemas financieros, bancos *versus* mercados y la relación entre finanzas y desarrollo económico. Estas materias requieren un tratamiento amplio que he orillado aquí, pero tengo previsto considerarlas en un próximo libro en preparación.

1

CAMBIOS EN LAS IDEAS SOBRE LAS FINANZAS

SUMARIO: 1. LA EVOLUCIÓN DESDE 1980.—1.1. Los objetivos de la empresa y el control de la gestión.—1.2. La incidencia de la globalización en la reducción de las peculiaridades nacionales.—1.3. El triunfo del modelo de finanzas americano.—2. CARACTERÍSTICAS DE LAS NUEVAS FINANZAS.—3. CAMBIOS EN LAS IDEAS SOBRE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS.—3.1. Admiración por la banca universal, el banco principal y el *keiretsu* hasta la década de los noventa.—3.1.1. La banca universal en Alemania.—3.1.2. El banco principal y el *keiretsu* en Japón.—3.2. Revisión de estas instituciones.—3.2.1. La banca universal en Alemania.—3.2.2. El banco principal y el *keiretsu* en Japón.—3.3. Cambios en las opiniones sobre las instituciones financieras.—4. LA IMPLICACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO EN LA ASIGNACIÓN DE LOS RECURSOS FINANCIEROS.—5. CORTOPLACISMO.—5.1. Planteamiento de la cuestión.—5.2. Cambios en las opiniones sobre el corto plazo en los distintos países.—6. ESTABILIDAD ECONÓMICA E INESTABILIDAD FINANCIERA.—6.1. Disociación entre estabilidad financiera y económica.—6.2. Efectos del mayor grado de integración financiera internacional.—6.3. La preocupación por las consecuencias de los desequilibrios financieros

1. LA EVOLUCIÓN DESDE 1980

Los asuntos relacionados con las finanzas han sido los grandes protagonistas de las dos últimas décadas del pasado siglo en el ámbito de la economía, y continúan siéndolo en el decenio actual. Todos los aspectos relacionados con las finanzas: volumen de activos y de transacciones, innovaciones, liberalización, internacionalización, han tenido un desarrollo extraordinario. Al mismo tiempo, la literatura sobre finanzas ha aumentado hasta erigirse, seguramente, en el área económica más fértil en aportaciones y también en reconocimiento profesional. En los Estados Unidos más de la mitad de los aspirantes a un máster en Administración de negocios desean especializarse en finanzas (THOMPSON *et al.*, 2006, p. 4).

Este esfuerzo investigador no supone que haya aumentado en proporción nuestro conocimiento de lo financiero. La complejidad y las rápidas mutaciones del campo abierto son de tal magnitud que los estudiosos vamos a remolque de los acontecimientos, y los cambios en los

paradigmas aceptados siguen con retardo las alteraciones que se producen en mercados, activos e instituciones. DE BONDT (2003, p. 205) ha señalado, con razón, que ha quedado en evidencia en los últimos años que los inversores —individuales e institucionales— así como los gestores, académicos y autoridades sabíamos mucho menos del funcionamiento de los mercados financieros y de la valoración de los activos de lo que pensábamos.

Lo anterior implica que el estudioso de las finanzas se mueve en una realidad cambiante y de convicciones impulsadas por los acontecimientos más recientes, lo cual debería conllevar modestia y aceptación de la temporalidad de los planteamientos. Es, pues, esencial la dimensión temporal para intentar comprender la dirección y el alcance de las modificaciones que se están produciendo tanto en las finanzas como en nuestras ideas sobre el fenómeno financiero. El tiempo es importante en dos aspectos: primero, para situar el objeto, vigencia, y perspectiva de los análisis de las finanzas; segundo, para plantear el posible carácter evolutivo que pueda tener el desarrollo de mercados e instituciones. Es fundamental, por tanto, tener muy en cuenta las fechas de publicación de las aportaciones, así como el país que sirve como referencia implícita o explícita de los análisis.

El cambio más claro que se ha producido en la posición de las finanzas en el ámbito socioeconómico ha sido el paso desde una posición secundaria, que llegaba a considerarlas como coste, servidumbre, disfunción e incluso obstáculo para el desarrollo económico, hasta erigirse lo financiero en el sector esencial cuya adecuación condiciona el crecimiento económico, no sólo de los países industriales, sino de los emergentes.

La organización financiera que se impuso después de la Gran Depresión estaba concebida para reducir la incertidumbre, la volatilidad, el riesgo y las crisis financieras. Las intervenciones de los gobiernos en las finanzas iban en esa dirección (BERNSTEIN, 1996, p. 11). La institución clave del sistema financiero era la banca privada y la fe en la capacidad de su regulación para promover la estabilidad se vio reforzada por la excepcional tranquilidad financiera del periodo 1934-1980 (CALOMIRIS, 2000, p. 1).

A partir de la segunda mitad de la década de los setenta del pasado siglo se va imponiendo la idea de que las finanzas son importantes. El final de la organización gestada en Bretton Woods, la aparición de tensiones inflacionistas y la reasignación de recursos forzada por la crisis energética fueron demoliendo la doble concepción de las finan-

zas como irrelevantes y generadoras de inestabilidad. Como exponen CAPRIO y SUMMERS:

«En este siglo, con la notable excepción de SCHUMPETER, el pensamiento ortodoxo es que el dinero y las finanzas no eran importantes en el proceso de desarrollo. Sin embargo, mediada la década de los setenta, la ortodoxia sostenía que la represión financiera tenía que detenerse a toda costa, y que la liberalización del sector financiero abría el camino para la aceptación general de que la confianza en el mercado libre debería ser completa» (1999, p. 400).

En 1984 TOBIN publicó un análisis de las finanzas, actividad que ya mostraba un gran vigor, cuestionando si era razonable destinar tantos recursos al sector: «... las finanzas es el destino favorito de los graduados a los que enseñé en Yale [...] Todos los educadores universitarios saben que se está dedicando a las finanzas una proporción grande y creciente de los hombres y mujeres mejor preparados del país [...] la teoría financiera es una actividad creciente en el mercado universitario ocupando cada vez más espacio físico, créditos en los programas, páginas en los diarios y en las impresoras informáticas tanto en las escuelas de negocios como en los departamentos de economía» (pp. 282 y 283). El análisis de TOBIN concluía con una mirada escéptica, de inspiración keynesiana, acerca de los efectos de la liquidez y del volumen de transacciones en los mercados financieros: «Sospecho que KEYNES tenía razón al sugerir que deberíamos desanimar la tenencia transitoria de los instrumentos financieros y recompensar en mayor medida al inversor a largo plazo» (*ibid.*, p. 295).

La inquietud de Tobin se centraba en la cantidad de recursos dedicados a las finanzas y en los efectos distorsionadores para la economía que podían derivarse de estos excesos; de ahí su confesado prejuicio fisiocrático. Cuando escribía el profesor de Yale, empezaban a manifestarse los primeros avances de lo que sería una riada cada vez más caudalosa. En la actualidad los recursos —humanos y económicos— destinados a las finanzas son muchísimo mayores y no se observan signos apreciables de inquietud respecto a posibles disfunciones sobre la economía real de la preeminencia financiera.

En 1986 un trabajo de ELLSWORTH publicado en la *Harvard Business Review* denunciaba con claridad los efectos perniciosos de la atención excesiva de los empresarios hacia las reacciones de Wall Street. El subtítulo del artículo es expresivo: «Las estrategias financieras que hacen las delicias de Wall Street reducen la competitividad de las empresas en el mercado internacional» (p. 71). Según el autor, la excesiva atención de

los directivos de las empresas a las convenciones del mercado de capitales desvía su atención de las necesidades de los mercados de productos y frustra los esfuerzos para mejorar la competitividad.

Avanzada ya la década de los ochenta empieza a ganar fuerza la idea de la importancia de las finanzas para el desarrollo económico, al tiempo que se va difuminando la desconfianza hacia los aspectos desestabilizadores engendrada en la Gran Depresión (HONOHAM, 2004, p. 3). Las nuevas ideas que se abren paso apoyadas por avances teóricos e investigaciones empíricas ponen el acento en la contribución activa de los intermediarios financieros y en destacar que su función va mucho más allá de la canalización de recursos de ahorro hacia la inversión. En uno de los trabajos más influyentes e innovadores de la nueva concepción se señala:

«La visión tradicional que se tenía sobre los intermediarios financieros era que estas instituciones canalizaban de modo pasivo el ahorro de las familias hacia la inversión empresarial. La “nueva teoría sobre la intermediación financiera” tiene una visión mucho más rica de la naturaleza y función económica de estas instituciones. De hecho, en esta nueva teoría, los intermediarios financieros desempeñan un papel activo y, quizá, dominante en la organización de la industria. Con sus actuaciones, determinan qué empresas sobrevivirán y cuáles desaparecerán, qué empresarios controlarán esas empresas, que tipo de inversiones serán acometidas y qué nuevos productos podrán ser introducidos en los mercados por las empresas y cuáles no podrán serlo» (KING y LEVINE, 1993, p. 183)¹.

La trascendencia de las finanzas se acentúa con la nueva concepción del desarrollo económico. El impulso al crecimiento y la explicación de los niveles de desarrollo económico se atribuyen más a las diferencias entre la productividad de los factores que a la tasa de acumulación de capital físico. «De acuerdo con la nueva teoría de la intermediación financiera, la asignación de más recursos al sector financiero aumentará la productividad» (*ibid.*, p. 200).

De manera progresiva se va pasando de considerar a las finanzas como un factor estable, pasivo en buena medida y con fuerte peso de la regulación, a situarse en el centro del sistema económico:

¹ Estos autores se han destacado en el estudio de las relaciones entre finanzas y desarrollo económico, asunto que ha concitado la atención de numerosos investigadores desde la década de los noventa. En este libro no presto la atención que el tema merece; me propongo hacerlo en otro en preparación.

«Conseguir que el sistema financiero funcione bien es crítico para el éxito de una economía. Para entender la razón, es preciso reconocer que el sistema financiero es como el cerebro de la economía: es un mecanismo coordinador que asigna capital para construir fábricas, viviendas y carreteras. Si el capital se asigna a usos erróneos o no fluye, la economía será ineficiente y su crecimiento reducido. Incluso la ética del trabajo más fuerte no puede compensar una deficiente asignación del capital. El trabajo duro no hace rico a un país puesto que los trabajadores laboriosos no son productivos a menos que dispongan de los recursos adecuados» (MISHKIN, 2006, p. 8).

1.1. Los objetivos de la empresa y el control de la gestión

En la prioridad de los objetivos empresariales, y como consecuencia en la gobernación de las empresas, también en la década de los ochenta se advertía una deriva desde la concepción de la gestión empresarial que tuviera en cuenta a los distintos interesados en la marcha de la empresa, a concentrar progresivamente la atención en el resultado de la inversión de los accionistas y, por tanto, en la incidencia de las decisiones empresariales sobre la cotización bursátil de las acciones.

(ELLSWORTH, 1986) planteaba que el objetivo de maximizar el patrimonio de los accionistas debería hacerse compatible con otros, en especial con las exigencias de los mercados de productos; no hacerlo colocaba a la economía norteamericana en condiciones de inferioridad respecto a sus principales competidores (Japón y Alemania). Estos países invertían más, exigían una menor rentabilidad a sus inversiones y las financiaban en mayor medida con endeudamiento; la distribución más amplia del capital de las empresas americanas la considera también un inconveniente respecto al accionariado más compacto y comprometido de las empresas competidoras de Japón y Alemania con los colectivos relacionados con la empresa: el personal, proveedores y clientes (*stakeholders*).

En el gobierno de las empresas también el sistema norteamericano, basado en la disciplina ejercida por los mercados financieros, fue sometido a duras críticas en relación con la eficacia demostrada por Japón y Alemania con un control más centrado en la posición vigilante de los bancos en la gestión empresarial. Sin embargo, desde mediados de los ochenta, la mayor atención a los intereses de los accionistas y el peso creciente de la inversión institucional ha legitimado el sistema americano, que se erige ya en el modelo a seguir por todos los países (HOLMSTROM y KAPLAN, 2003, p. 19).

El mayor protagonismo de los mercados financieros en los Estados Unidos se afianzó en la década de los ochenta ante la necesidad de reestructurar las organizaciones empresariales surgidas de la estrategia anterior que propició la creación de los conglomerados. Con el énfasis en la diversificación sectorial se habían resentido los ratios de rentabilidad y se hizo preciso un golpe de timón que favoreciera a los accionistas.

DONALDSON (1997) ha concretado en tres puntos los cambios en las pautas de comportamiento empresarial. El primero, rechazar la diversificación del riesgo mediante la conjunción en un mismo grupo de empresas de productos no relacionados; el segundo, abandonar la idea de la asignación de recursos de capital en las empresas mediante mecanismos internos de distribución; por último, poner el énfasis en la capacidad de generar beneficios a largo plazo como objetivo esencial.

La nueva orientación de las empresas norteamericanas socavaría la confianza en las ventajas de gestión de los grupos empresariales, que eran una característica esencial de la organización alemana y, sobre todo, japonesa. Cuando las economías de estos países mostraron signos de debilidad, y al tiempo se consolidaba el progreso de la americana, se confirmó la confianza en los mercados financieros como asignadores de recursos y controladores de la gestión. Se fue imponiendo, pues, de forma progresiva el modelo financiero de los Estados Unidos.

En ese modelo con predominio de los mercados financieros la posición de partida de los Estados Unidos era extraordinariamente favorable. Una consecuencia no intencionada de la legislación en este país en los años treinta a favor de la estabilidad financiera y en contra de la concentración de poder, fue la potenciación de la banca de inversión: «La característica esencial del modelo americano que emerge en la posguerra era el declive de la banca relacional y el incremento de la comercialización de los productos y servicios financieros» (FENTON-O'CREEVY *et al.*, 2005, p. 17).

En definitiva, cuando se generaliza, ya en la década de los noventa, la orientación hacia el mayor protagonismo de los mercados financieros, la posición de los bancos de inversión americanos era de claro predominio, que se ha fortalecido hasta el momento actual. La clave de la ventaja americana reside en su capacidad para gestionar el riesgo, asunto central y clave de las finanzas actuales.

1.2. La incidencia de la globalización en la reducción de las peculiaridades nacionales

La organización financiera, los objetivos de la gestión y los resultados de las empresas podían ser abiertamente distintos —conviene tener en cuenta el tiempo pasado— por la existencia de mercados de capitales nacionales, con pautas de comportamiento y exigencias diferentes. En particular, permitían un coste de capital menor a las empresas de los países competidores de los Estados Unidos y que sus proyectos de inversión pudieran concebirse y realizarse con un horizonte temporal más amplio (ELLSWORTH, 1986, pp. 72 y 73). La globalización de las finanzas hace más difícil, sin embargo, el mantenimiento de peculiaridades nacionales. STULZ (2001, p. 145) lo expone con claridad:

«Si las economías no están integradas internacionalmente, el coste del capital puede diferir entre los diferentes países simplemente porque cada economía es una isla y el coste de capital tiene que igualar inversión y ahorro en cada economía. Sin embargo, si las economías están integradas internacionalmente, los flujos de capital igualan la tasa esperada de los beneficios de las acciones con idéntico riesgo en todos los países. En mercados financieros perfectamente integrados, por tanto, la valoración del mismo *cash flow* que perciben los proveedores de capital será similar en todos los países. No obstante, proyectos idénticos pueden producir diferentes *cash flows* a los proveedores de capital dependiendo de cómo se organicen las actividades financieras».

La globalización financiera ha ido limando las grandes diferencias en los países entre la cantidad de ahorro generado y la inversión realizada². Si con la compartimentación el factor determinante del volumen de inversión era el ahorro nacional, la clave de la cuestión se ha ido desplazando hacia la capacidad de rentabilizar la inversión. La existencia de proyectos empresariales con expectativas de una rentabilidad adecuada ha pasado a ser la variable esencial, puesto que los mercados de capitales permiten acceder con facilidad al ahorro global. La internacionalización de los flujos de capital afecta a la organización financiera de los países (bancos y/o mercados), y al horizonte temporal de los proyectos empresariales, que no puede plantearse en los países aho-

² FELDSTEIN —junto con HORIOKA— ha sido un estudioso destacado de la internacionalización de las finanzas. En una contribución reciente (2005) ha pasado revista a la evolución del ratio de internacionalización del ahorro y la inversión desde el prisma de la política monetaria.

rradores con la misma insistencia en el largo plazo que fue posible en el pasado. Cada vez es más difícil, en definitiva, que se mantengan tipos completamente diferenciados de capitalismo. Como expresivamente ha señalado DRIFFILL (2003, p. 364):

«Japón podía ser caracterizado como un país con extraordinaria capacidad para movilizar ahorro pero muy débil para asignarlo a usos rentables, mientras que los Estados Unidos tienen debilidad en la generación del ahorro pero tiene gran capacidad para asignarlo a inversiones productivas».

Las ideas sobre la compatibilidad de los distintos modelos de capitalismo se mantienen hasta la primera década de los noventa. En un libro, muy comentado en su tiempo y de amplia aceptación entonces, ALBERT (1991) planteaba, bajo el expresivo título del apartado «Banceros o brokers»:

«La cuestión es, en cualquier caso, de importancia vital para todos los capitalistas genuinos, para los cuales sólo hay dos métodos admisibles de hacer una fortuna: competir con éxito en la producción o especulando. Las economías que favorecen a los bancos sobre los *brokers* ofrecen menores oportunidades de hacer fortuna con *rapidez*. Sólo los capitalistas inmunes a los encantos de la pura especulación —esto es, de la perspectiva de hacer fortunas de la noche a la mañana— pueden distanciarse de este debate» (pp. 11 y12).

Como se expondrá más adelante estas ideas son justo las contrarias a las que empiezan a imponerse en la segunda mitad de la década de los noventa y están vigentes en la actualidad. Las finanzas son esenciales, la maximización del valor bursátil es objetivo indiscutido e incluso único en los países anglosajones y la flexibilidad y capacidad de adaptación de los mercados financieros se impone frente a la rigidez de la intermediación bancaria que, por otra parte, se ha adaptado a la nueva situación ampliando sus actividades ligadas a los mercados financieros.

Las ideas anteriores al cambio de los últimos años se apoyaban en el menor dinamismo de la economía norteamericana en relación con sus principales competidores (Alemania y Japón) con sistemas financieros que seguían pautas distintas. Se argumentaba que en Alemania y Japón la organización de las finanzas y su entronque con los sectores reales proporcionaba a las empresas ventajas comparativas en el coste de los recursos financieros y les permitía adoptar decisiones estratégicas a mayor plazo, libres los directivos de las servidumbres impuestas por los mercados.

Los datos de BALDWIN y CLARK (1992, p. 68) son contundentes respecto al retroceso industrial de las empresas americanas en el mundo. Las firmas americanas habían retrocedido más de un 30 por 100 en su participación de las ventas mundiales en el periodo 1960-1986 en los siguientes sectores: Hierro y Acero (-58 por 100); Metales no Férreos (-47 por 100); Equipos Eléctricos y Electrónicos (-44 por 100); Industria Química (-38 por 100); Automóviles y Camiones (-33 por 100). Las pérdidas habían afectado también al resto de las actividades industriales con la excepción de la industria Aeroespacial.

La carencia fundamental de la organización financiera se apreciaba en el gobierno de las empresas (*corporate governance*). El cambio ha sido radical:

«En definitiva, la sabiduría convencional respecto al gobierno de las empresas ha cambiado de forma dramática desde los setenta y los primeros ochenta, cuando el sistema fundamentado en los mercados era objeto de dura crítica y los sistemas basados en los bancos de Alemania y Japón se exponían como modelo a seguir. Desde mediados de los ochenta, la fórmula americana de gobierno de las empresas se ha actualizado y el resto del mundo parece seguir la pauta americana» (HOLMSTROM y KAPLAN, 2003, p. 19).

Si el estado de opinión anterior se basaba en el diferente comportamiento de las economías, en eso mismo se ha fundamentado el cambio para llegar a la situación actual. La excelente evolución de los países de tradición anglosajona desde la década de los noventa, en particular de los Estados Unidos, contrasta con el menor crecimiento de Europa y el estancamiento de Japón. Dado que los sectores tecnológicos, la nueva economía ligada a las comunicaciones e Internet, han sido los grandes protagonistas del crecimiento económico, los logros de los países en estos sectores se han atribuido a la capacidad de los sistemas financieros para financiar a estos sectores aceptando los elevados niveles de riesgo característicos de las etapas de innovación tecnológica:

«En los ochenta el sistema alemán era ampliamente alabado al proporcionar financiación a largo plazo a la industria y era frecuentemente recomendada su emulación en otros países. En los noventa, sin embargo, el sistema basado en la banca ha sido crecientemente criticado en la propia Alemania por ser inadecuado para la promoción de actividades de alta tecnología. Es interesante resaltar que los mismos factores considerados antes como signo de fortaleza lo son ahora de debilidad. La preferencia de los bancos alemanes por la realización de préstamos a

empresas capital-intensivas, solidamente establecidas, priva a las empresas de nuevas tecnologías de los recursos precisos para acometer inversiones de alto riesgo» (VITOLS, 2001, p. 554).

La complejidad de las relaciones entre el sistema financiero y las empresas comerciales e industriales se pone de relieve cuando se consideran los magros resultados obtenidos por el establecimiento de mercados de capital para las firmas tecnológicas en Europa, y también en Japón, tratando de imitar a los Estados Unidos. En un próximo libro trataré la cuestión de bancos *versus* mercados con detalle, pero vale la pena apuntar ahora que el *Neuer Markt* alemán y también los mercados establecidos en otros países europeos para financiar a las empresas tecnológicas de alto riesgo, han reproducido el comportamiento y las fórmulas de financiación tradicionalmente vigentes en cada país.

Como expresivamente ha señalado VITOLS, el *Neuer Markt* difiere con claridad del mercado NASDAQ, brazo financiero impulsor de áreas tecnológicas como Silicon Valley. En efecto, en el *Neuer Markt* se llevan a cabo un menor número de nuevas emisiones de acciones, los proyectos de alto riesgo son menos numerosos que en el NASDAQ y también es inferior el número de empresas que pierden la totalidad del capital. Las fórmulas de comportamiento de las empresas alemanas en el *Neuer* tienen más en común con el modelo tradicional alemán que con las relaciones usuales en Silicon Valley (*ibid.*, pp. 553-554 y 558-559).

Además de la adecuación de los sistemas financieros para la financiación de las empresas tecnológicas, en la década de los noventa se han puesto de relieve las limitaciones de los bancos en su doble función de vigilancia y contribución a la dirección estratégica de las empresas. En cuanto a su labor monitora, la experiencia japonesa, y también la alemana, ha demostrado su escasa efectividad. La crisis generalizada de firmas japonesas fuertemente endeudadas participadas por los bancos, así como los escándalos financieros en empresas de primer nivel ligadas tradicionalmente con grupos bancarios en Alemania, han puesto en evidencia la debilidad de la función de vigilancia atribuida a los bancos. Una crítica más sutil ha enfatizado la distorsión que la presencia de un banco accionista o proveedor de recursos puede introducir en las decisiones de inversión estratégica de las empresas al tratar de proteger prioritariamente sus propios intereses (RAJAN, 1992, p. 1352).

La dilatada etapa de estancamiento de la economía japonesa ha mostrado con claridad las consecuencias de los compromisos explícitos e implícitos, asumidos por el sistema bancario con las empresas participadas o con niveles de deuda considerables. El resultado ha sido

el mantenimiento de empresas con escasa viabilidad y la imposibilidad de obtener financiación de los nuevos proyectos. La investigación de CABALLERO *et al.* (2005) prueba la servidumbre que han impuesto a la economía japonesa las empresas que necesitaban reestructuración severa o requerían la quiebra (zombis, en la denominación de los autores citados)³.

1.3. El triunfo del modelo de finanzas americano

Han cambiado, por tanto, las ideas prevalecientes sobre la relación de las finanzas con la economía real, y se ha modificado profundamente el propio funcionamiento de las finanzas por el impulso de cuatro fuerzas: 1) avances tecnológicos en las telecomunicaciones y en la informática, 2) progresos de la teoría financiera, 3) globalización del mercado y 4) desregulación de las actividades financieras (SANTOMERO, 1989, p. 324).

Como expresivamente ha señalado BORIO (2007, p. 1):

«La influencia conjunta de la liberalización financiera, los grandes progresos en el conocimiento de las finanzas y el avance de la tecnología de la información han desembocado en una era de innovaciones extraordinarias —una era que bien puede quedar en la historia como otra “revolución financiera”—. Los sistemas financieros nacionales estrechamente controlados, segmentados, y “aletargados” han dado paso a otros menos regulados, abiertos y vibrantes, de carácter global».

Esos cambios han generado a su vez cuatro tendencias en la economía financiera en las últimas décadas. Primera, el sistema financiero ha crecido a un ritmo más rápido que la economía real, y en las economías avanzadas el conjunto de los activos financieros es un múltiplo mucho mayor de la producción económica anual. Segunda, este proceso de profundización financiera ha ido acompañado con un cambio en la composición del sistema financiero, con una proporción superior de los activos no monetarios y, como consecuencia, un apalancamiento mayor de éstos respecto a la base monetaria. Tercera, mayor interrelación sectorial e internacional de las finanzas. Cuarta, el sistema financiero es ahora mucho más complejo y el riesgo asumido más disperso y móvil (HOUBEN *et al.*, 2000, p. 35; SCHINASI, 2006, p. 3).

³ En TORRERO (2003) analicé con detalle las consecuencias de la implicación del sistema bancario japonés con las empresas comerciales e industriales.