

«*Intermediarios bancarios frente a mercados financieros*»¹

El objetivo de este trabajo es revisar el papel de la intermediación bancaria y el de los mercados financieros. En la década de los noventa se han producido cambios fundamentales en la consideración de ambas instituciones. Hasta la primera mitad del decenio, la idea prevaleciente consideraba que la intermediación bancaria era más adecuada en términos tanto de estabilidad como de promoción de la inversión productiva y, por consiguiente, de crecimiento de la renta y del empleo. Esa idea se derivaba de la mejor evolución de los países en los cuales predominaba la intermediación bancaria. Los intermediarios bancarios estaban comprometidos con las empresas en proyectos a largo plazo; además, vigilaban su cumplimiento, ayudaban cuando aparecían dificultades y promovían la reestructuración de las empresas cuando la situación lo exigía. El modelo de banca relacional, comprometida con la actividad empresarial, había demostrado mayor solidez y coherencia. En los últimos diez años se ha producido un vuelco radical. Al modificarse el crecimiento económico comparado, también lo han hecho las convicciones prevalecientes sobre el modelo financiero ideal.

Banku artekaritza alorrean baita finantza merkatuetan ere izandako jarduna berraztertu nahi du idazlan honek. Laurogeita hamargarren hamarkadan aldaketa garrantzitsuak gertatu dira bi instituzio horiei buruz dagoen iritzian. Hamarkadako lehengo erdiraino ideei nagusia zen banku artekaritza egoikiagoa zela egonkortasunari eta produkzioko inbertsioari dagokienez, eta ondorioz, errenta eta enpleguaren hazkundera buruz. Ideia hori sortu zen banku artekaritza nagusi zen herrialdeek eboluzio hobea izan zutelako. Banku artekariak enpresekin epe luzetako egitasmoetan hitzemandak zeuden, gainera horiek bete zitezten zaindu, zailtasunak agertuz gero laguntza eman eta egoerak hala eskatzen bazuen enpresetako berregituraketa bultzatu ere egiten zuten. Harreman-banku ereduak, enpresa-jardunarekin hitzemandak dagoenak, sendotasun eta koherentzi handiagoa erakutsi zituen. Hamar urteotan erabateko aldaketa gertatu da. Ekonomia hazkunde erkatua aldatu dela eta, finantza eredu hoberenari buruz nagusi ziren iritziak ere aldatu dira.

This article seeks to give an overview of the financial structure implications for the real economy examining the two classic financial models in the evolution of financial systems: the market-based and the bank-based. The article analyses the main trends over the last decade regarding financial depth in general and above all, with regard to the development of the financial markets and their internationalization and some implications of the latter aspect on the steady financing and the long term investments and projects of business. The stability and the long term commitment in the running of companies provided by banking sector, versus financial markets, was the prevailing idea ten years ago.

¹ Conferencia pronunciada en La Rábida en el curso de la Universidad Internacional de Andalucía «Las Cajas de Ahorros Españolas: Gobierno Corporativo, Eficiencia Económica y Responsabilidad Social» el 3 de agosto de 2004.

ÍNDICE

1. Introducción
2. Lo efímero de las convicciones en finanzas
3. Fórmulas de financiación y crecimiento económico
4. La coherencia del marco institucional
5. Conclusiones finales

Palabras clave: Intermediarios bancarios, mercados financieros, financiación, desarrollo económico, bancos.
N.º de clasificación JEL: G2, E3, F4

1. INTRODUCCIÓN

Plantear las ventajas e inconvenientes de ambas instituciones: intermediarios bancarios y mercados financieros es un tema de actualidad pero también antiguo, extenso y complejo.

Permítanme que al hacerlo prescinda de citar autores y bibliografía en favor de la brevedad y la claridad de la exposición. Disponen Vds. de un trabajo mío², que recoge bibliografía básica sobre el tema; se cubre así la preocupación del profesor para que el oyente disponga de material que le permita ensanchar su horizonte en la dirección que más le interese.

Los intermediarios bancarios y los mercados financieros ejercen una misión clave: facilitar financiación a los demandan-

tes de recursos. La regulación pública en ambos está justificada por la protección del ahorrador, el estímulo a la actividad productiva y la preocupación por la estabilidad o si se prefiere por hacer más improbable o menos intensa las crisis financieras que puedan afectar al funcionamiento de la economía.

La protección al ahorrador es un asunto fundamental que justifica regulaciones detalladas y en continua evolución, dadas las mutaciones que se producen en las finanzas y la dificultad para que el ahorrador, al menos el modesto, pueda tener un juicio bien informado del activo financiero que adquiere. En el caso de los *hedge funds* (fondos de cobertura)³, dedicados

² «La Economía mundial en el siglo XXI. La era de las finanzas». En E. Martínez Chacón (dir). *Economía mundial*. Editorial Ariel. Barcelona 2002, pp. 433-447.

³ Los *Hedge Fund*, o fondos de cobertura, responden a un amplio espectro de productos financieros que aconseja, como propone ya el Parlamento Europeo, no sólo una regulación específica, sino la utilización de denominaciones no equívocas: Instrumentos Financieros y Sofisticados de Inversión

a grandes fortunas que se presumen informadas, las cautelas del regulador son mucho menores, aunque subsistan inquietudes respecto a que la actuación de estos fondos afecte a la estabilidad del sistema financiero.

Además de la protección al ahorrador hay que considerar la efectividad con la cual las instituciones atienden a las necesidades de los demandantes de recursos, y el riesgo de la inestabilidad. La cuestión más relevante es cómo afecta el funcionamiento de estas instituciones a la inversión —la variable más volátil— y cómo ello influye en la estabilidad de la economía.

Ahora bien ¿por qué centrar la atención en la alternativa intermediarios bancarios-mercados financieros, y no hacer alusión a otras instituciones como fondos de inversión, de pensiones o compañías de seguros? Cada vez es más difícil justificar de forma categórica esa exclusión. También los fondos de inversión facilitan financiación a las empresas; desde el punto de vista del balance, la diferencia es que algunos de los pasivos de los intermediarios bancarios sirven como medios de pago y los movimientos de recursos pueden proporcionar información

(IASI). En un IASI no se trataría de inversiones en activos financieros tradicionales como pueden ser la renta variable, la fija o los activos monetarios, gestionados a través de vehículos colectivos y con posiciones «largas» o compradas, con un alto porcentaje de inversión y un bajo nivel de rotación de la cartera. A la especialización en las estrategias de gestión y la especial naturaleza de los inversores, mayoritariamente institucionales, debe añadirse que la mayoría de estas instituciones tienen su sede fuera de la UE, en paraísos fiscales, o en territorios donde no se aplica el derecho comunitario, no están sujetos a supervisión ni regulación, y carecen, en consecuencia, de límites sobre aptitud de activos. (Nota del editor)

sobre la situación económica de los demandantes de crédito. Incluso desde la perspectiva de seleccionar al prestatario y de la vigilancia del buen fin de las inversiones, las instituciones de inversión colectiva están asumiendo cada vez un mayor papel y, además, su conexión con los propios intermediarios bancarios es muy intensa —caso de España— o tiende a estrecharse en otros países como en los Estados Unidos.

Hecha esta advertencia, centraré la atención en los intermediarios bancarios y en los mercados financieros, limitando la reflexión a los países industrializados —entre ellos España— puesto que abordar la problemática de los países emergentes requeriría un planteamiento específico y mayor tiempo del que dispongo.

En todos los países desarrollados la gama de activos financieros, instituciones y mercados es similar; lo que diferencia a la estructura financiera de cada país es el peso relativo que tengan esos activos, instituciones y mercados. La literatura financiera acostumbra a distinguir dos polos básicos:

1. El orientado al predominio de los mercados sobre la intermediación bancaria: Estados Unidos y el Reino Unido, principalmente, y
2. Países en los que la intermediación bancaria es fundamental y el papel de los mercados aparece como secundario: Japón y Europa Continental.

Adelanto que se trata de fronteras imprecisas y móviles. La estructura financiera del Reino Unido —con gran concentración del sector bancario— tiene diferencias sensibles con la de los Estados Unidos, y también se advierten diferencias aprecia-

bles entre Alemania y Japón. La diferencia más importante entre ambos sistemas es el peso relativo de los mercados financieros, en particular del mercado de acciones respecto al de la intermediación bancaria.

2. LO EFÍMERO DE LAS CONVICCIONES EN FINANZAS

Nuestras ideas sobre las finanzas están en constante mutación. La noción fundamental que deseo transmitir es que no me parece razonable considerar las convicciones actuales como las definitivas, lo cual exige modestia respecto a la validez temporal de los juicios que se formulen y aconseja que los análisis se realicen con una cierta perspectiva histórica.

Revisando simplemente la década de los noventa, pueden percibirse con claridad los cambios que han tenido lugar. Hasta la primera mitad del decenio, la idea prevaleciente consideraba que la intermediación bancaria era más adecuada en términos tanto de estabilidad como de promoción de la inversión productiva y, por consiguiente, de crecimiento de la renta y del empleo. Esa idea se derivaba de la mejor evolución de los países en los cuales predominaba la intermediación bancaria. En efecto, hasta entonces, el ritmo de crecimiento de Japón, de Europa y de los nuevos países industriales de Asia era muy superior al de los Estados Unidos.

En la literatura económica y financiera de los Estados Unidos se apreciaban esfuerzos para descubrir las razones de la pérdida de competitividad a la que se atribuía el menor dinamismo de su econo-

mía. Se fue imponiendo la configuración del sistema financiero como explicación. En los Estados Unidos, los mercados financieros tenían un papel más relevante que la intermediación bancaria; el sector bancario estaba, además, atomizado y sus actividades financieras segmentadas. Así, el número de entidades bancarias era muy elevado y estaba limitada tanto la expansión geográfica como la posibilidad de realizar actividades ligadas al mercado bursátil así como a la propiedad de acciones de empresas comerciales e industriales.

Haré una brevísima referencia al sistema financiero norteamericano que está justificada por dos motivos: el primero, porque constituye actualmente el modelo que los países toman como referencia en un mundo globalizado; el segundo, puesto que la inmensa mayoría del esfuerzo investigador en finanzas procede de los Estados Unidos y los analistas de todo el mundo, entre los que me incluyo, toman esa literatura como fuente fundamental de conocimiento e inspiración.

Sin embargo, el sistema financiero de los Estados Unidos es extraordinariamente peculiar y ha evolucionado conforme a circunstancias históricas y políticas muy concretas. La atomización del sistema bancario se explica por el impulso autonomista de los Estados en una organización federal, por el rechazo a las concentraciones excesivas de poder, y por la desconfianza hacia lo financiero, agravada por la Gran Depresión que responsabilizó a las finanzas del desastre. Se trata, pues, de un marco singular producto de unas convicciones sociales, de una organización política y de unos acontecimientos determinados. Este modelo fue puesto en cuestión hace una década. Se

le achacaban dos males: el cortoplacismo y el poder excesivo de los directivos no sometidos a un control efectivo de su actuación.

2.1. **El cortoplacismo de los mercados es ahora una virtud**

La visión a corto plazo, la excesiva dependencia de las empresas de los resultados trimestrales y de las valoraciones de los analistas financieros, se argumentaba que restaban viabilidad a los proyectos de investigación concebidos a largo plazo; la ausencia de mecanismos que disciplinaran a los directivos daba lugar a que éstos gestionaran las empresas considerando prioritariamente sus propios intereses.

En Alemania y, sobre todo, Japón, el panorama parecía muy diferente. Las empresas tenían una visión a largo plazo y sus objetivos no se limitaban a dar satisfacción a los accionistas, lo cual favorecía la investigación, la capacidad de innovación y la competitividad. Los intermediarios bancarios estaban comprometidos con las empresas en esos proyectos a largo plazo; además, vigilaban su cumplimiento, ayudaban cuando aparecían dificultades y promovían la reestructuración de las empresas cuando la situación lo exigía. Los intermediarios bancarios son las únicas instituciones que de manera más permanente atienden las necesidades de la financiación de la economía, financiando a las empresas medianas y pequeñas que no tienen acceso al mercado bursátil y cubriendo las necesidades financieras de las sociedades cotizadas cuando el mercado de acciones retrocede. El modelo de banca relacional, comprometida con la actividad empresa-

rial, había demostrado mayor solidez y coherencia.

En los últimos diez años se ha producido un vuelco radical. Al modificarse el crecimiento económico comparado, también lo han hecho las convicciones prevalecientes sobre el modelo financiero ideal. La revisión ha sido completa.

El cortoplacismo de los mercados, antes tan denostado, ha pasado a ser una bendición al impedir que los problemas se enquisten y sigan asignándose recursos a actividades sin futuro⁴.

2.2. **Los mercados controlan mucho mejor a los directivos que los bancos**

El control que se suponía de los accionistas de referencia —sobre todo de los intermediarios bancarios—, no era tal y lo que provocaba era un agravamiento de los problemas en las empresas al no abordarlos con determinación, permitiendo el mantenimiento de situaciones precarias mediante financiación adicional. La revisión que se ha realizado de la efectividad de la labor de vigilancia de los bancos accionistas en Japón y en Alemania ha mostrado que la supuesta vigilancia y disciplina era muy débil o inexistente.

En definitiva, los mercados ejercían su función financiadora y de control mucho mejor que los accionistas de referencia.

⁴ De esta forma se planteaba el contraste entre unos mercados líquidos con un alto nivel de eficiencia en la valoración y transmisión de los activos existentes con la debilidad en la asignación de los recursos derivada de la miopía empresarial inducida por la política a corto plazo de los mercados.

Insistiré en este aspecto relevante: los mercados permiten un ajuste rápido de situaciones que los inversores no consideran viables o prometedoras a largo plazo. El modelo de accionista de referencia, a menudo un intermediario bancario, es más proclive a la contumacia en el error; en sentido contrario, también puede ayudar a solventar situaciones problemáticas sin traumatismos excesivos.

¿Es un juicio definitivo? Se ha llegado a decir que en finanzas hemos superado una larga etapa de anormalidad, que se inicia en el periodo de entreguerras y finaliza en la década de los noventa. En los últimos treinta años se han ido demoliendo los muros reguladores que impedían que la fuerza de la competencia se manifestara con todo su vigor. Un conjunto de diques y aun de intereses espurios, ponía trabas a las finanzas. Ahora, es frecuente la opinión de que ha terminado la travesía de un ancho desierto.

Ese dibujo, a grandes trazos, ayuda a comprender la fuerza del mimetismo que se observa en las finanzas. Si los Estados Unidos han tenido una revolución tecnológica, un aumento espectacular de la productividad y un crecimiento económico importantísimo en los noventa, se argumenta que ha sido gracias a unas instituciones financieras flexibles que han promovido la asignación eficiente de los recursos. Lo contrario ha sucedido en Japón y en Alemania donde han seguido empleándose recursos en actividades sin futuro al intentar demorar las consecuencias de los errores cometidos. La conclusión es clara: la configuración de los sistemas financieros debe orientarse en la dirección marcada por el país triunfante; los países con predominio de los merca-

dos han demostrado su superioridad sobre aquellos con mayor peso de la intermediación bancaria en su arquitectura financiera. Justo lo contrario de lo que se pensaba hace diez años.

¿Hemos llegado a la tierra prometida? ¿Seguiremos pensando en 2014 lo mismo que ahora? Dentro de una década, probablemente nos asombremos de los cambios que se hayan producido, y confirmaremos la extraordinaria capacidad de mutación de las finanzas.

Incluso la propia evolución del sistema financiero americano no permite apreciar una dirección unívoca que vaya desde la intermediación bancaria, más apropiada en las primeras etapas del desarrollo económico, hasta los mercados financieros, fórmula sofisticada, propia de una sociedad avanzada. Sin embargo, en los Estados Unidos, la tendencia actual reivindica, de hecho, rasgos fundamentales de la banca universal con una dependencia muy acentuada de los resultados no sólo de la actividad crediticia sino de la evolución de los mercados financieros.

La polémica sobre los méritos de las dos orientaciones de los sistemas financieros, que dura ya un siglo, no ha podido zanjarse por la vía empírica, lo cual es comprensible puesto que aislar el efecto financiero de otros para investigar la conexión con el crecimiento económico no es sencillo. Tampoco lo es distinguir las posibles aportaciones de las distintas instituciones financieras al dinamismo de la economía. Incluso investigadores destacados han negado que el factor financiero sea relevante para explicar el desarrollo de la economía —aunque en la última década se ha ido imponiendo la visión con-

traría—. No existe, en definitiva, un consenso claro respecto al saldo neto de las ventajas e inconvenientes de ambos modelos de sistema financiero.

3. FÓRMULAS DE FINANCIACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

De la misma forma que en la década de los ochenta y aun en los primeros noventa se buscaban en los Estados Unidos las raíces institucionales explicativas del triunfo competitivo de Japón, a la vista del éxito americano de la segunda mitad de los noventa, con estancamiento en Japón, crisis de las economías asiáticas y bajo crecimiento en Europa, la mirada se ha vuelto hacia la organización de la economía americana.

He resaltado la flexibilidad y rapidez de los mercados en la asignación de los recursos dirigiéndolos a las actividades que los inversores consideran más prometedoras. Permítanme que me detenga un poco más en este asunto.

El crecimiento económico de los Estados Unidos, resultado de un progreso espectacular de la productividad, ha tenido como eje a las empresas que operaban en las áreas de nuevas tecnologías. Se trata de multitud de proyectos empresariales de alto riesgo, que no exigen cuantiosas inversiones en capital fijo (excepto en telecomunicaciones) y que precisan de una organización institucional dispuesta a financiarlos. Las empresas e inversores individuales especializados en la financiación de estas iniciativas han sido claves para la pujanza de la inversión en nuevas tecnologías. En este proceso ha sido fundamental el capital riesgo.

3.1. Los mercados de acciones y el capital riesgo son factores clave del crecimiento

Además de la disposición para arrosar riesgos de los agentes económicos en los Estados Unidos, la afluencia masiva de capital riesgo a las nuevas áreas no puede entenderse sin considerar dos aspectos institucionales claves: el protagonismo de los mercados de acciones en el sistema financiero y la orientación de las instituciones de inversión colectiva hacia el capital riesgo.

Los mercados de acciones juegan un papel esencial puesto que validan y adelantan en el tiempo la materialización económica de las perspectivas empresariales. El paso final de las nuevas empresas con éxito es, normalmente, la cotización pública de las acciones, y la valoración y liquidez de éstas permite la recogida actual de expectativas de beneficios futuros. En una coyuntura bursátil optimista y febril, los beneficios de los inversores en capital riesgo son extraordinarios, lo cual constituye un caldo de cultivo excelente para que acudan más inversores, se presenten nuevos proyectos, y se produzca, en la última fase del ciclo, la sobreinversión, los fracasos empresariales, y una revisión más realista de las cotizaciones. El mercado de acciones es, pues, pieza esencial en el funcionamiento del capital riesgo.

El capital riesgo necesita de empresas especializadas en la evaluación, seguimiento y colaboración con los proyectos empresariales, pero su vigor precisa asimismo la existencia de numerosos individuos dispuestos a invertir en las nuevas iniciativas y ejercer ellos también la función de vigilancia y control. La fuerza del capital

riesgo depende, además, de que las instituciones de inversión colectiva, en particular, los fondos de inversión y de pensiones con un potencial inversor cada vez más importante, puedan participar en el proceso financiando los nuevos proyectos.

El fenómeno de la financiación de las iniciativas empresariales en los sectores tecnológicos mediante el capital riesgo se ha producido en todos los países. También en todos se han habilitado fórmulas más ágiles para el acceso de las nuevas empresas a los mercados bursátiles. Sin embargo, la diferencia entre los Estados Unidos y los otros países es muy importante en términos cuantitativos y cualitativos.

En cuanto a la cantidad, la magnitud de la financiación no tiene parangón; no sólo es una economía mayor sino que los agentes económicos son más propensos a la inversión con riesgo elevado y la inversión colectiva tiene un gran protagonismo. Me parece importante destacar, no obstante, el aspecto cualitativo. Las empresas de capital riesgo surgen de iniciativas determinadas y hay diferencias notables en su comportamiento según la procedencia e intereses de los promotores. En los países con predominio de la intermediación bancaria, máxime si la figura esencial es la banca universal, son estas instituciones las principales promotoras de las empresas especializadas en la financiación de capital riesgo. Piénsese en el caso de España donde los intermediarios bancarios controlan, de forma abrumadora, tanto a estas empresas como a las instituciones de inversión colectiva.

De manera que en los países en los cuales las empresas de capital riesgo

son promovidas básicamente por intermediarios bancarios, su actividad constituye una vía no esencialmente diferente de las fórmulas utilizadas en las relaciones normales con las empresas de la entidad bancaria promotora. Tampoco proliferan las personas que se impliquen de manera profesional en el capital riesgo, y las instituciones de inversión colectiva participan en menor medida siguiendo la directriz marcada por el intermediario bancario promotor. Estas diferencias explican que pasados los fulgores especulativos haya quedado poco en las bolsas de las empresas tecnológicas creadas en la fiebre de los noventa, con la excepción de Estados Unidos y el Reino Unido, países con mayor arraigo de los mercados de acciones y más aceptación de los inversores de proyectos de alto riesgo.

Los efectos impulsores del capital riesgo pujante se tornaron negativos cuando se tomó conciencia de la sobreinversión y de la falta de realismo de las cotizaciones de las nuevas empresas tecnológicas. Se produjo entonces una evaporación de riqueza extraordinaria particularmente en los Estados Unidos por la caída en picado de las cotizaciones de estas empresas. En los otros países sucedió lo mismo, pero el impacto fue mucho menor. Sin embargo, la impresionante pérdida de riqueza no produjo una recesión importante en Norteamérica y después de tres años de menor crecimiento los Estados Unidos han empezado a crecer de nuevo con vigor. No sabemos aún la profundidad ni las consecuencias totales de la ascensión y caída bursátil de las empresas tecnológicas, pero sí parece que puede avanzarse que el impacto económico de la baja de la

cotización de las acciones no ha sido mayor al compensar las pérdidas patrimoniales de éstas el auge de los precios inmobiliarios, la caída moderada de las cotizaciones de las empresas tradicionales y la fortaleza de los intermediarios bancarios.

La lección es importante. En Japón se produjo una fortísima caída de las cotizaciones y, al tiempo, una baja de los precios inmobiliarios y una crisis bancaria sin parangón en la historia. El resultado ha sido una década de estancamiento para digerir el desplome del precio de los activos, consecuencia del exceso de valoración anterior que, no obstante, había impulsado el crecimiento de la economía durante la gestación de la burbuja.

En Alemania, el débil pulso de su economía seguramente está ligado, en alguna medida, a factores financieros. La pérdida de riqueza bursátil en las empresas tecnológicas ha sido significativa pero mucho menor que en los Estados Unidos; sin embargo, el mercado inmobiliario, lejos de compensarlas ha coadyuvado a las pérdidas patrimoniales y, los intermediarios bancarios, involucrados en ambos mercados, han sufrido serios contratiempos.

3.2. **La discontinuidad de los mercados de acciones**

Lo anterior nos pone sobre la pista de dos características esenciales de la economía en la actualidad: a) La importancia económica creciente de la valoración de los activos para familias y empresas y b) la discontinuidad de los mercados de acciones. El primer punto no puedo abor-

darlo ahora⁵; permítanme que aluda muy brevemente al segundo.

La actividad financiadora de los mercados de acciones se produce, por su propia naturaleza, de manera discontinua. En las etapas optimistas, como la segunda mitad de los noventa, exceptuando Japón, los proyectos empresariales ligados a los sectores tecnológicos encontraban un mercado muy dispuesto, incluso ávido, para financiar nuevas iniciativas. La creación de empresas, el acceso de firmas al mercado bursátil y el volumen de emisión de acciones progresaban de manera extraordinaria. Cuando las expectativas se deterioraron, el panorama cambió de forma drástica y rapidísima. Se desplomaron las cotizaciones, muchas de las firmas creadas desaparecieron y no se encontraba financiación para nuevos proyectos. En esa etapa de revisión que sigue al auge cobran especial importancia los intermediarios bancarios puesto que son las únicas instituciones que de manera más permanente atienden las necesidades de la financiación de la economía. Por eso se ha destacado la importancia de la intermediación bancaria que, de forma continua, financia a las empresas medianas y pequeñas sin acceso al mercado bursátil y también cubre las necesidades financieras de las firmas cotizadas cuando el pesimismo se impone en el mercado de acciones.

De manera que los mercados de acciones, en su función financiadora, son más proclives a los excesos y operan de forma marcadamente discontinua. Eso no

⁵ En el mes de Septiembre, Servilab (Universidad de Alcalá), publicará en *Working Paper* un trabajo mío: «Burbujas e Inestabilidad. El estado de la cuestión».

supone, sin embargo, una crítica sino el reconocimiento de una realidad. Se argumenta que la hiperactividad de los mercados aparece ligada a los cambios tecnológicos en los cuales no está claro cuáles serán las empresas que triunfen ni las actividades que finalmente se impongan. En esos periodos de rápida mutación el juicio de millones de inversores decide y reacciona con rapidez orientando los recursos hacia los campos que en cada momento aparezcan como más prometedores.

En coyunturas más tranquilas, cuando aparecen decantados los sectores y empresas y se precisa su consolidación, es cuando los intermediarios bancarios cobran protagonismo. Podría pensarse que el funcionamiento espasmódico de los mercados de acciones, la creación y destrucción de riqueza tan súbita, son aspectos negativos que dan lugar a sobreinversión y despilfarro de recursos. Sin embargo, esas características negativas hay que considerarlas junto al extraordinario dinamismo que imprime a la economía y la rapidez con la que se corrige el rumbo. También se produce despilfarro de recursos cuando siguen sosteniéndose empresas no rentables con líneas de producción obsoletas.

Insistiré en ese punto que me parece clave: sobre el ascenso y caída de las empresas tecnológicas se han expresado opiniones que resaltan las pérdidas de riqueza; otras, en cambio, han destacado que siendo eso cierto, también lo es el gigantesco proceso innovador que ha generado mejoras de productividad en el conjunto de la economía, aunque en ese camino hayan quebrado muchas empresas y se hayan volatilizado inversiones en una magnitud extraordinaria.

4. LA COHERENCIA DEL MARCO INSTITUCIONAL

Empezaré por una obviedad: las finanzas se integran en el sistema económico e institucional de un país. Lo que pretendo significar es lo baldío e incluso contraproducente que resulta copiar activos, instituciones o mercados financieros sin considerar su adecuación con el resto de la economía y de forma especial con las instituciones existentes que son consecuencia de un largo periodo de evolución. Lo que me parece esencial no es tanto la configuración, esto es, el peso relativo de activos, mercados e instituciones como la coherencia de esa configuración con el sistema económico e institucional.

Para intentar aclarar lo que pretendo significar, aludiré al caso japonés. Algunos economistas han argumentado que el prolongado estancamiento de Japón era debido a que había entrado en la situación monetaria caracterizada como la trampa de la liquidez. Les recuerdo que esa situación se produce cuando el manejo del tipo de interés deja de ser operativo como instrumento de la política monetaria; los agentes económicos, ante tipos reducidos, no tienen alicientes para comprar otros activos financieros y mantienen la liquidez.

Es evidente que la trampa de la liquidez existe en Japón, pero esa es la manifestación final de un complejo proceso que ha puesto de relieve la incoherencia del sistema financiero con otras instituciones, en particular con el sistema legal y con el mercado de trabajo.

En efecto, la crisis del sistema bancario es un aspecto fundamental de los problemas japoneses; los bancos y los con-

glomerados financiero-industriales (los *keiretsu*) habían mostrado su incapacidad para vigilar el buen gobierno de las empresas y cortar la sangría de inversiones no rentables. Se reclamó entonces un protagonismo mayor de los mercados de acciones como mecanismo de disciplina, al igual que sucede en los Estados Unidos. La cuestión, sin embargo, no es tan sencilla, puesto que el gobierno de las empresas está íntimamente ligado con el mercado laboral, en especial con la estabilidad del empleo, la promoción mediante la antigüedad y que las empresas constituyen, de hecho, parte del sistema de la seguridad social japonesa.

Generalizar el empleo de las Ofertas Públicas de Acciones (OPAS) hostiles como procedimiento esencial para disciplinar a los gestores de las empresas no puede hacerse como en los Estados Unidos puesto que afectaría a instituciones esenciales que vertebran a la sociedad japonesa. La flexibilidad de los mercados financieros exige esa misma agilidad en el mercado laboral y una normativa legal adecuada a los nuevos mecanismos que pretenden implantarse. Como es obvio, cambios de esa naturaleza no son fáciles ni rápidos de desarrollar y llevar adelante.

No puedo extenderme en esta cuestión pero insistiré en que las modificaciones en la configuración de las finanzas no pueden prescindir del marco institucional (configurado por la cultura, valores sociales y normas de derecho) y tienen que ser coherentes con el mismo. La banca universal, por ejemplo, implica que la financiación se base en la relación y en la experiencia, lo cual supone estabilidad y largo plazo; es una cultura abiertamente distinta de la predominante en los mercados en los cuales la manifestación de la

disconformidad no es la revisión de la relación, sino la venta de los títulos si se es accionista o la denuncia del contrato de suministro si se trata de clientes o proveedores. Esa misma relación de estabilidad o inestabilidad es percibida e incorporada en las relaciones con los trabajadores y también con los clientes y proveedores.

En síntesis, las modificaciones en la configuración de los sistemas financieros han de contemplarse a largo plazo y hacerlo en sintonía con las reformas del marco institucional. Por estos motivos, no debe extrañar la extraordinaria resistencia que se ha encontrado en la Unión Europea para desarrollar una legislación común sobre las OPAS, porque se trata de introducir un mecanismo de disciplina que afecta a la sociedad francesa o alemana de una forma muy distinta a la del Reino Unido, que cuenta con instituciones adecuadas al predominio de los mercados en el sistema financiero.

En España, hemos tenido ejemplos aleccionadores del resultado de modificar algún aspecto de las finanzas sin considerar el resto del marco institucional. Cuando se liberalizó la apertura de oficinas bancarias en 1974 se produjo una fiebre expansiva para ganar cuota de mercado. Esa expansión era inevitable considerando la experiencia del pasado en el que el tamaño de la red era un factor fundamental de rentabilidad. Tuvo lugar, pues, una sobreinversión. La cuestión clave es que cuando se advirtió que se había ido demasiado lejos en la expansión era extremadamente difícil la vuelta atrás, por la existencia de un mercado de trabajo rígido que imponía unos costes muy altos para reajustar a la baja la red excesiva. El resultado fue una crisis bancaria.

Algo parecido ha sucedido en Japón. Los bancos, en la década de los ochenta, emprendieron una expansión acelerada en el marco de una incipiente liberalización de las finanzas. El ajuste de la dimensión a una situación de crisis no podía realizarse con facilidad en el rígido mercado laboral japonés. Los resultados son conocidos.

5. CONCLUSIONES FINALES

La experiencia histórica no induce a ninguna manifestación categórica respecto a que una configuración determinada del sistema financiero sea la óptima. Aparecen claros, sin embargo, los puntos siguientes:

—Sea cual fuere la configuración predominante, la mejora de la información

favorece la confianza de los inversores y promueve el buen funcionamiento del mercado.

- La diversificación de fuentes de financiación es fundamental, en especial en periodo de expectativas negativas en los mercados.
- La configuración del sistema financiero debe ser coherente con el marco institucional, en particular con el mercado laboral y la organización legal.
- No es posible, a corto plazo, elegir la configuración institucional que se considere más adecuada. Los ajustes son necesariamente lentos y forzar las cosas puede dar lugar a que instrumentos, mercados e instituciones que funcionen bien en unos países produzcan desajustes en otros.