

Los aspectos financieros del sector público ante los retos de la economía mundial y europea (*)

Antonio Torrero Mañas
Universidad de Alcalá

1. INTRODUCCIÓN

Si hubiera tenido que preparar material para un curso sobre los aspectos financieros del sector público en la década de los ochenta, y aun en el primer lustro de la de los noventa, seguramente el centro de la atención habría sido el efecto de la financiación del déficit público, el desplazamiento del sector privado (*crowding-out*), la presión alcista sobre los tipos de interés de las necesidades financieras públicas y, probablemente, también hubiera incluido como tema de reflexión y análisis la conveniencia, o no, de que el sector público estuviera presente como gestor en el sistema bancario

Alguno de esos asuntos tienen actualidad en determinados países. La financiación del déficit público es crucial en la dramática situación de Argentina y también es esencial en Japón, pero no son el centro de la atención en la Unión Europea (UE) ni en los Estados Unidos (EEUU). Incluso podría decirse que preocupa lo contrario. En los EEUU, sobre todo, comienzan a plantearse las posibles consecuencias de la reducción, e incluso de la eliminación, del *stock* de deuda pública sobre una serie de aspectos importantes: como activo sin riesgo para las carteras; referencia para las emisiones privadas; cobertura para creadores de mercado en activos de deuda y derivados; activo

(*) Material preparado para el Seminario sobre «La Reforma de la Ley General Presupuestaria», Formigal (Huesca), 10 de septiembre de 2001.

internacional, e instrumento clave para la política monetaria. Con un *stock* de deuda pública en descenso, o con su eliminación, el mundo de las finanzas experimentaría cambios sustanciales (Wojnilower, 2000)¹.

Los asuntos de interés en la actualidad se explican por los grandes cambios que se han producido en la década de los noventa. Permítame que enuncie algunos. Se han puesto de relieve los gravísimos problemas de Rusia y de los países del este de Europa; la economía japonesa ha estado estancada toda la década; los nuevos países industriales del sureste asiático han sufrido una fuerte convulsión financiera que les ha forzado a modificaciones sustanciales en el modelo de crecimiento, y los EEUU han tenido la etapa de mayor crecimiento económico de su historia.

Estos hechos han alterado el escenario económico, pero, además, han modificado las ideas fuerza en la conducción de la economía. Se han impuesto como criterios: el equilibrio de las finanzas públicas; el papel determinante del sector privado como agente económico; la liberalización de los mercados para aumentar la capacidad de adaptación en un entorno globalizado y sometido a grandes cambios, y, en el plano de las finanzas, el predominio de los mercados sobre la intermediación bancaria.

La cuestión más importante para el sector público en la actualidad, en la parcela financiera, es cómo orientar el sistema financiero para mejorar la asignación de los recursos y la flexibilidad de esta asignación, de forma que promueva el crecimiento económico. En síntesis, se ha pasado de un sector público voraz en la demanda de recursos, cuyas urgencias financieras eran un factor clave, a un sector público preocupado por la adecuación del sistema financiero a las exigencias de la revolución tecnológica en un entorno globalizado.

La referencia principal son los EEUU, puesto que la adecuación de su marco institucional está avalada por el éxito económico de la década de los noventa. Al tiempo, los modelos alternativos han quedado en evidencia ante el esplendor de la situación norteamericana. Japón no sólo era un competidor comercial extraordinario (lo sigue siendo), sino un modelo de organización social, económica y empresarial que ha caído en el descrédito con la crisis de los noventa; in-

¹ Los temas que se tratarán han generado una abundantísima bibliografía. En este material no pueden analizarse los diferentes aspectos a los que se alude ni dejar constancia de las publicaciones que los desarrollan. Las referencias bibliográficas serán muy limitadas, y con la única pretensión de subrayar algún argumento o facilitar lecturas que se consideren básicas y proporcionen bibliografía adicional.

cluso podría discutirse si Japón era en realidad una economía capitalista, puesto que la gestión empresarial no tenía como objetivo básico la obtención de resultados para los accionistas, y el protagonismo de la burocracia y de los elementos corporativos en su economía son elementos claves para comprender la crisis nipona.

Los países del sureste asiático han sufrido también una crisis importante. En algunos, como Corea, la reestructuración de sus economías está siendo fundamental; en otros, como Indonesia, la crisis está siendo tan profunda que amenaza a su propia identidad nacional.

Incluso en la UE se advierte el éxito arrollador de los EEUU. El euro no ha tenido, hasta ahora, la fortaleza que se esperaba, puesto que el crecimiento económico de la UE ha sido menor que el de los EEUU y, sobre todo, porque la cotización de las divisas no depende tanto de las corrientes comerciales como de las financieras, y éstas se orientan en función de la liquidez y expectativas de los mercados de acciones, bonos y productos derivados. En ese campo la ventaja de los EEUU es importantísima.

Se comprende perfectamente que se imponga en todo el mundo la emulación del marco financiero de los EEUU para poder aspirar a su cota de crecimiento y a la flexibilidad de su economía; de ahí que el sector público asuma como función primordial, en el área financiera, la orientación del marco institucional con una directriz: el ensanchamiento de los mercados, en particular de las bolsas, para flexibilizar el acceso a los recursos y competir con la potencia americana.

El análisis de la situación y de las alternativas es conveniente plantearlo con perspectiva, intentando deslindar los rasgos permanentes de otros más coyunturales. Fenómenos nuevos inciden sobre factores más consolidados, y la distinción entre ambos es necesaria para poder formar una idea de la estabilidad de una tendencia determinada.

En cuanto a la configuración deseable del sistema financiero, las ideas prevalecientes más importantes en la actualidad parecen ser las siguientes:

- Los mercados financieros, y las Bolsas en especial, son instituciones imprescindibles para afrontar una etapa de rápido cambio tecnológico, en la cual se precisa que los precios de los activos emitan señales orientadoras sobre las posibilidades y futuro de los sectores, facilitando o dificultando el acceso a la financiación de las distintas actividades.

- Los mercados financieros han demostrado que son claves para el control de las empresas (*corporate governance*), que trata de los conflictos de interés susceptibles de producirse entre gerentes y propietarios.

La cuestión fundamental es garantizar a los aportadores de recursos que la gestión de los mismos se orienta en función de sus intereses².

– Se ha producido una auténtica revolución tecnológica que explica, en buena medida, el crecimiento de la productividad en los EEUU. Respecto a las finanzas, esta revolución ha abaratado el tratamiento y la difusión de la información, y ha hecho posible la gestión de carteras de activos y productos derivados con modelos muy sofisticados. Por otra parte, las nuevas actividades han dispuesto de la financiación necesaria a través de la abundante disponibilidad de recursos mediante nuevas emisiones bursátiles y del auge del mercado de capital riesgo (*venture capital*) (Gompers, 1998). Todo ello, en un clima bursátil alcista de excepcional optimismo.

– Al clima de euforia bursátil de la década de los noventa ha coadyuvado el fuerte crecimiento de la inversión institucional (seguros, fondos de pensiones, sociedades y fondos de inversión), cuyos gestores, en su búsqueda de la rentabilidad de las carteras en un entorno duramente competitivo, han impulsado proyectos empresariales de alto riesgo en la nueva economía y promovido la diversificación internacional. En los países en desarrollo, el crecimiento de los mercados bursátiles ha sido, asimismo, notable, apoyado en la demanda de títulos de estas instituciones, con objeto de reducir la estimación del riesgo de sus carteras, y desde la oferta, por las privatizaciones asociadas al protagonismo de la iniciativa privada y la necesidad de obtener recursos del sector público. Esto explica que en los flujos internacionales de capital las inversiones catalogadas como de cartera hayan tenido una importancia creciente³.

– Las acciones han tenido una significación progresiva como depósito de riqueza de las familias, como parte del activo de las empresas y como garantía de créditos bancarios. Esto significa que la evolución de las cotizaciones es cada vez más relevante para: 1) las decisiones de consumo e inversión de las familias; 2) las decisiones empresariales, en particular respecto a la disposición a asumir riesgos; 3) el sistema bancario al estar respaldada parte de la cartera crediticia por acciones aportadas como garantía. En los países en los cuales está permitida la tenencia de acciones por las entidades de depósito –como en España– la evolución de las cotizaciones ejerce

² Un excelente artículo que recoge la bibliografía esencial es el de SHLEIFER y VISHNI (1997).

³ En TORRERO (2002), en el capítulo 2, «La importancia de las Bolsas en la internacionalización de las finanzas», se revisan los principales aspectos de este fenómeno y se ofrece bibliografía.

una influencia significativa sobre los beneficios de las entidades y su disposición a asumir posiciones de riesgo.

De esta forma, en el centro de todos los aspectos citados aparece la Bolsa. Esta institución emite señales a través de precios; asigna recursos; determina la riqueza e influye en decisiones económicas de familias y empresas; incide sobre la solvencia del sistema bancario; garantiza el buen gobierno de las empresas; ha facilitado la financiación de la revolución tecnológica; influye en la disposición a asumir riesgos, y los activos bursátiles tienen una presencia creciente en los flujos internacionales de capital. En definitiva, las Bolsas han cobrado un gran protagonismo. A partir de estas observaciones se entiende la creciente preocupación de los responsables económicos, en particular de los banqueros centrales, por la evolución de los mercados bursátiles.

Obsérvese que se ha entrado en otra dinámica en la gestión de la economía, sobre todo en los EEUU. Las autoridades económicas han asumido, de forma más o menos implícita, la responsabilidad de que los mercados evolucionen de forma ordenada para que contribuyan a un crecimiento sostenido. Es un sendero difícil sumamente estrecho y cada vez a mayor altitud. Si los precios de los activos se disparan, estimulan el ritmo de actividad con el riesgo de que se genere una burbuja especulativa que termine de forma abrupta, como en Japón en la década de los noventa⁴, o como en el Nasdaq en los últimos dieciocho meses. Si se deprecian las acciones demasiado, no solamente puede afectar al crecimiento económico y a la solvencia del sistema bancario, sino que pueden producirse estrangulamientos de liquidez en mercados financieros cada vez más sofisticados e interconectados, lo cual es importante porque pueden provocarse desórdenes de gran calado. Las autoridades intentarán evitar a toda costa este tipo de situaciones, pese a que resulten afectadas otras variables, como la inflación o el tipo de cambio, y aunque se produzcan estímulos perversos si se libra a los inversores de las consecuencias negativas de su exposición al riesgo (*moral hazard*). Se considera prioritario impedir que un desplome de las cotizaciones afecte al consumo y a la inversión y también a la liquidez de los mercados, amenazando con un incumplimiento en cadena de los contratos establecidos en los mercados financieros. Por eso, no debe ser motivo de sorpresa la determinación con la cual actúa la Reserva Federal, bajando los tipos de interés y suministrando liquidez, cuando se produce una situación tensa que pueda afectar a la fortaleza de alguna institución y a la fluidez de los mercados.

⁴ En TORRERO (2002) se revisa la crisis económica de Japón a partir del final de la burbuja especulativa bursátil e inmobiliaria.

Expuesta la situación general, a grandes rasgos, se plantearán a continuación las razones que explican el protagonismo que han alcanzado los mercados financieros, en especial los bursátiles, en la década de los noventa.

2. RAZONES DEL PROTAGONISMO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

2.1. La reinterpretación de la Gran Depresión

La Gran Depresión (GD) ha sido un fenómeno de extraordinaria importancia en la historia y afectó de manera muy intensa a los EEUU, esto es, al país con la economía más dinámica, potente y flexible. La GD no supuso solamente una caída de la producción y el empleo, sino que ejerció un impacto muy notable sobre las ideas económicas y sobre el papel que deberían jugar las finanzas en el sistema económico. Desde entonces no han cesado de realizarse investigaciones intentando comprender la génesis y el desarrollo del desastre. Las conclusiones de los estudiosos de la GD son muy diferentes, dependiendo del enfoque doctrinal del investigador⁵.

Lo que importa destacar, a efectos de los objetivos de este material, es que en las investigaciones públicas abiertas para determinar las razones de la catástrofe, la idea que se impuso fue señalar a los excesos financieros de la década de los años veinte como los principales responsables. La cuestión dista de estar cerrada, pero no es posible entrar aquí en la polémica, aunque sí dejar constancia de que la prevención hacia lo financiero orientó la legislación de la década de los años treinta, diseñándose un marco peculiar (mantener la atomización del sector bancario; establecer la separación de la banca comercial y de la de inversión; crear el seguro de depósitos) adaptado a esta experiencia y a las convicciones históricas y políticas de los EEUU. Desde entonces, la evolución del sistema financiero de los EEUU ha tenido como idea fundamental, por parte de los defensores de la liberalización de los mercados financieros, suavizar esta rígida armadura institucional.

Dejando a un lado la legítima defensa de los intereses económicos de los distintos grupos, en el plano de las ideas una cuestión esencial era intentar demostrar que la GD no fue debida a la inestabilidad que

⁵ En TORRERO (2000), en el capítulo 4: «El renovado interés por el funcionamiento del patrón oro», se exponen las conclusiones de las principales investigaciones.

provocan los mercados financieros proclives a los excesos en épocas de euforia, sino que fue consecuencia de los errores del sector público, en particular de la Reserva Federal, que con su desafortunada actuación convirtieron un cambio de ciclo normal en un cataclismo. Lo que se intenta es demostrar que la fuente desestabilizadora procede de la interferencia, casi siempre desafortunada, del sector público y que los mercados, si se dejan actuar en libertad, tienen mecanismos correctores que evitan situaciones como la GD. Por eso, esta interpretación propone eliminar el miedo a las convulsiones financieras que sólo se producen por la interferencia reguladora y en exceso protectora de los poderes públicos que, bajo el síndrome de la posibilidad de otra catástrofe, intervienen en situaciones de inestabilidad normales agravando la situación⁶. Existe, pues, según este punto de vista, una prevención respecto a los mercados financieros que es preciso desterrar. Como Bordo y Schwartz (2000, p. 61) han señalado en relación al plano internacional:

«Al igual que las economías nacionales de todo el mundo han aprendido que las soluciones basadas en los mercados son mejores que las medidas económicas en las economías dirigidas y centralizadas, también el sistema financiero internacional se beneficiará de un cambio en la dirección de mayor protagonismo de los mercados financieros.»

2.2. La crisis financiera internacional de los años ochenta

La década de los ochenta se inició con el reconocimiento de los países emergentes más endeudados de la imposibilidad de cumplir con las obligaciones financieras que habían contraído desde la segunda mitad de la década de los setenta, cuando se elevaron los precios energéticos. El proceso es bien conocido: los grandes bancos privados, especialmente los norteamericanos, intermediaron los cuantiosos fondos de los países exportadores de petróleo hacia los países demandantes de recursos financieros. Limitando la atención al objetivo de este material, las enseñanzas de este episodio fueron: 1) que no puede confiarse en el sector público y asimilados (empresas públicas) como deudores solventes, y 2) que el exceso de endeudamiento se ha-

⁶ En esta dirección es imprescindible la obra monumental de FRIEDMAN y SCHWARTZ (1963). FRIEDMAN ha sido el gran inspirador y defensor de los mercados de derivados; y la obra de SCHWARTZ se ha orientado, en buena medida, a refutar la idea de la inestabilidad sistémica de los mercados financieros, postulando la versión de que la GD constituyó un gran error producido por el sector público. Ver, en este sentido los trabajos incluidos en SCHWARTZ (1987).

bía producido por el protagonismo de los bancos. Si los flujos hubieran sido canalizados por los mercados financieros, las señales emitidas por éstos, o sea, el precio de los activos financieros, habrían alertado sobre los excesos e impedido la extraordinaria acumulación de deuda en los países en desarrollo, que excedía a su capacidad de atenderla.

Las consecuencias del ajuste para los países endeudados fueron dramáticas y también fueron importantes para los bancos prestamistas: se hizo preciso arbitrar salidas que permitieran digerir los activos dañados y facilitar el saneamiento de sus balances (obsérvese la trascendencia del factor tiempo). Cuando en la década de los noventa se reinicia la actividad financiadora a los países en desarrollo, los principales protagonistas ya no serían el sector público como deudor y los bancos internacionales como prestamistas. Como ha escrito Solomon (1999, p. 118):

«En los primeros años ochenta fueron los bancos de los países prestamistas los que eran vulnerables... A mediados de la década de los noventa, además de Japón, fueron los bancos en algunos de los países receptores de capital, incluyendo China, Corea y Tailandia, los que tuvieron que afrontar serios problemas.»

El fracaso del sector público como gestor empresarial en los países en desarrollo; el triunfo de las ideas liberalizadoras; y la necesidad de recursos financieros, indujeron a la privatización de las empresas y a la venta de activos. El proceso era facilitado por la cotización de las empresas en los mercados bursátiles, puesto que es un requisito esencial para atraer la atención de las instituciones de inversión que operan a nivel internacional. Los profesionales de la administración de carteras institucionales buscan la mayor rentabilidad de las acciones de los países en desarrollo, lo cual, naturalmente, implica mayor nivel de riesgo por la inestabilidad de los mismos, pero, aunque pueda parecer paradójico, su incorporación reduce el riesgo de la cartera en la medida en la cual la expectativa de evolución de los precios de las acciones en esos países no tengan una alta correlación con los de sus propios mercados. Esto es realmente un milagro de las finanzas modernas: la integración de activos con mayor riesgo en una cartera, y la reducción del riesgo de la cartera conjunta, medido éste por la volatilidad de las mismas. La clave de arco es precisamente que se cumplan las expectativas de evolución de los precios en los diferentes mercados, lo cual significa, de hecho, que se mantengan las tendencias del pasado.

Lo que interesa destacar, a efectos de este material, es que el mecanismo de ajuste es ahora más rápido y flexible. En la financiación ban-

caria, la acumulación de deuda hasta niveles poco razonables se explica, en buena medida, por preservar la calificación del *stock* de deuda existente, pero en las acciones, y en los activos de renta fija cotizados en los mercados, la cotización refleja en cada momento la situación y las expectativas. Al tiempo, los tenedores de activos no tienen por qué implicarse en los procesos de ajuste de los países con problemas si existe la posibilidad de liquidar su posición en los mercados⁷.

La nueva situación promueve una dinámica distinta en los flujos internacionales de capital y coadyuva a comprender la frecuencia de las crisis financieras de los países en desarrollo, su fulminante extensión a países considerados como similares y, también, la menor duración de las crisis, puesto que cuando se han depreciado fuertemente los precios de los activos de los países con problemas y se observan signos de estabilidad, los mismos inversores que provocaron la crisis contribuyen a la recuperación.

De manera que en la etapa de la financiación bancaria la situación dependía de un número reducido de protagonistas, con limitadas posibilidades de cancelar las posiciones y forzados, en consecuencia, al acuerdo y al compromiso. En la actualidad, los inversores son mucho más numerosos y existen mercados en los cuales los más avisados, al menos, pueden vender sus activos, beneficiándose mientras tanto de la superior rentabilidad asociada al mayor riesgo. Esto implica que la vigilancia sobre el comportamiento del colectivo es clave, y que se promuevan reacciones de ventas masivas, generándose situaciones de pánico y el desplome de los precios de los activos en un cortísimo espacio de tiempo.

2.3. Las rigideces de las economías de Europa y Japón

El dinamismo de la economía norteamericana contrasta con la crisis de la economía japonesa y el menor crecimiento de la europea. En el plano financiero, la explicación de estas diferencias se ha centrado en que en el sistema financiero de los EEUU los mercados tienen una importancia fundamental, en tanto que en Europa y Japón el mayor protagonismo corresponde a los intermediarios financieros bancarios.

Algunas de las diferencias entre mercados y bancos se han apuntado ya. Añádase la actuación de los mercados en el gobierno de las empresas y la diferente disposición al riesgo.

⁷ En un libro, ya clásico, HIRSHMAN (1970) expone con brillantez la diferencia entre la negociación y la posibilidad de eliminar la preocupación mediante la venta del activo.

En relación al gobierno de las empresas, en la década de los ochenta se produjo en los EEUU una fiebre de ofertas públicas de compra empresas cotizadas en la Bolsa (*takeovers*), al apreciar los inversores más activos y decididos diferencias sustanciales entre la cotización resultante de un aprovechamiento ineficiente de los recursos y la que podría obtenerse mejorando la gestión empresarial. La polémica respecto a las consecuencias de la disciplina impuesta por los mercados a los gerentes de las empresas ha sido, y es, importantísima, pero en los últimos años lo que parece haber quedado como residuo del debate es que aunque se produzcan excesos, el mecanismo disciplinador de los mercados bursátiles es intimidatorio y fuerza a los directivos a volcar sus esfuerzos en la mejora de la rentabilidad de las empresas y, por tanto, de la cotización de las acciones⁸.

Esa idea general, como resultante del balance de ventajas e inconvenientes de los *takeovers*, se ha consolidado en los EEUU a la vista de la escasa eficacia de los mecanismos alternativos en Alemania y Japón, países en los cuales la vigilancia y el control descansaba en las participaciones accionarias de los bancos y en el papel de los grandes accionistas.

En cuanto la disposición al riesgo, el éxito de los EEUU de la nueva economía ha estado asociado a la abundante financiación posibilitada por millones de inversores a través de la compra de acciones correspondientes a empresas de nueva creación. Los inversores privados han seleccionado las actividades a financiar asumiendo los riesgos propios de la innovación tecnológica. En los países en los cuales estos mercados no tenían la misma vitalidad, los bancos no han mostrado una disposición similar al riesgo para financiar las empresas tecnológicas. Se ha argumentado, en este sentido, que las entidades de depósito son adecuadas para financiar actividades con una historia probada de rentabilidad, pero no lo son para seleccionar y asumir riesgos en los nuevos campos (Allen, 1993).

Ante este panorama no puede extrañar que en Japón y Europa intenten promoverse los mercados financieros para fomentar la financiación de los nuevos sectores y mecanismos de disciplina en la gestión de las empresas. En la UE, la moneda única ha impulsado la presión hacia la unificación de los mercados financieros. El contenido del *Initial Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets (2000)* permite apreciar cómo el énfasis se

⁸ Un defensor destacado de los *takeovers* como mecanismo disciplinador es JENSEN. De sus numerosas aportaciones destacaría, a efectos de este material, las de 1989 y 1993.

sitúa ya en el papel dinamizador de los mercados. Con referencia a la relación entre dimensión de los mercados financieros y desarrollo económico se expone:

«En los años noventa esta cuestión ha recibido una atención creciente y se ha formulado un tratamiento teórico. Éste ha tendido a apartarse del enfoque tradicional de la financiación bancaria, examinando las posibles relaciones entre mercados de valores y crecimiento a largo plazo. Por ejemplo, han sido diseñados modelos basados en la liquidez y el riesgo que muestran que el mayor riesgo internacional, a través de mercados de valores integrados a nivel internacional, genera un crecimiento acelerado de la productividad al inducir a la sustitución de carteras seguras, con bajos rendimientos, por alternativas de mayor rentabilidad» (p. 40).

Respecto al gobierno de las empresas, el mecanismo disciplinador de los *takeovers* se ha intentado generalizar en la UE, aunque la ley del proyecto de directiva de ofertas públicas de adquisición, después de doce años de trabajos para encontrar vías de acuerdo, no ha sido aprobada por el Parlamento Europeo. La razón fundamental del rechazo parece ser la distinta concepción de Alemania respecto al modelo anglosajón, en cuanto a las relaciones del sistema financiero con las empresas.

2.4. El abandono del desarrollo económico inducido desde el Estado en los países emergentes

Si los países desarrollados establecen como objetivo la profundización de los mercados financieros para emular y competir con los EEUU, los emergentes hacen lo propio para poder ser partícipes del mercado financiero global. El fracaso de las políticas industrializadas asistidas, y aun gestionadas por el Estado, y la necesidad de captar recursos financieros para atender déficit crónicos en muchos países, puso en marcha la privatización de empresas y el fomento y desarrollo de los mercados bursátiles como pieza clave de la liberalización del sistema financiero y de la conexión con el mercado de capital global.

El crecimiento de los mercados bursátiles en los países emergentes ha sido muy notable. Entre 1983 y 1993 la capitalización de los mercados en los países desarrollados se multiplicó por tres, pero la de los países emergentes lo hizo por 10, y en algunos países (México, Corea, Tailandia) por 20. El porcentaje de capitalización bursátil sobre el PIB tardó ochenta y cinco años en pasar del 7 al 71 por ciento en los EEUU, pero en Taiwan en una década (1981-91) ha pasado del 11 al 74 por ciento, y en Chile, del 13,2 al 78 por ciento entre 1983 y 1993.

En cuanto a las cifras de negociación, en los países emergentes se han multiplicado por 20 entre 1983 y 1992, pasando en esos años del 2 al 10 por ciento de la contratación mundial (SINGH, 1997, pp. 771, 772).

La composición de las entradas de capital en los países emergentes se ha modificado de forma sustancial. Las entradas de capital materializadas en inversión de cartera suponían en 1978-81, el 9 por ciento del total; en 1982-89, el 29 por ciento; y en 1990-95, el 44 por ciento. La partida que ha disminuido su influencia son los préstamos bancarios que absorbían el 80 por ciento de la primera etapa y el 36 por ciento en la última (Loungani y Razin, 2001). Este cambio genera una mayor inestabilidad puesto que en situaciones de crisis, como ha demostrado LIPSEY (2001), la mayor estabilidad de la inversión extranjera directa contrasta con la volatilidad de la inversión de cartera.

A efectos de la argumentación que se presenta en este material interesa destacar tres aspectos de la mayor significación bursátil de los países emergentes en un mercado financiero globalizado:

1. Las decisiones de los gestores de carteras institucionales pueden afectar, de manera muy rápida, a los países integrados en una misma calificación de riesgo, o una determinada zona geográfica. Esto explica que la crisis de un país se extienda inmediatamente y alcance a otros, en ocasiones en distintos continentes y con fundamentos más sólidos.

2. Wall Street marca la pauta en todas las Bolsas mundiales, puesto que se ha asentado la idea –con todo fundamento– de que lo que suceda con la economía de los EEUU es un factor decisivo para la coyuntura del resto de los países. En la década de los noventa no se ha dado la relación inversa, y los EEUU han tenido un progreso extraordinario en un escenario de crisis financieras frecuentes escaso crecimiento en Europa y recesión en Japón y otros países del sureste asiático.

3. La evolución del mercado bursátil se considera un indicador objetivo de la situación económica de los países, lo cual significa que la decisión de venta de activos cotizados en un país afecta a la posibilidad y a las condiciones de financiación susceptible de obtenerse por otras vías.

2.5. La liberalización internacional de los movimientos de capital

En la década de los noventa, en presencia de numerosas crisis financieras originadas, o profundizadas, por unos flujos de capital ner-

viosos y volátiles se han realizado numerosos trabajos sobre esta cuestión con dos directrices básicas: la primera, reconsiderar si la liberalización de la cuenta de capital ha provocado, junto con mayores posibilidades de obtener financiación, una mayor inestabilidad; la conveniencia y la posibilidad de reducir la velocidad de circulación mediante la propuesta impositiva de Tobin ha vuelto a situarse en el centro de la atención⁹. La segunda línea de investigación es comparar la situación actual de flujos financieros liberalizados con la existente con anterioridad a 1913, cuando se daba también esa circunstancia¹⁰.

Ambos aspectos son extraordinariamente interesantes, aunque deban orillarse en este material. Una tercera aproximación al tema es la expuesta recientemente por Rajan y Zingales (2000). Dos puntos interesa destacar de esta investigación. El primero, que no existe una línea institucional con un desarrollo temporal que profundice en las características esenciales de los sistemas financieros; por ejemplo, la importancia del mercado bursátil en los EEUU, con un sistema con predominio de los mercados es muy superior a la francesa; pero esto no ha sido siempre así; en 1913 la significación de los mercados en porcentaje sobre el PIB en Francia era el doble que en los EEUU con niveles de renta por persona similares; además, según las medidas más usuales, los países industriales estaban financieramente más desarrollados en 1913 que en 1980 y sólo recientemente han superado el nivel de la primera guerra.

El segundo punto que destacan en la investigación citada es el protagonismo de la libertad de los flujos internacionales de capital en la dinámica liberalizadora y modernizadora de los mercados. En efecto, la competición generada por los flujos internacionales ha forzado a la liberalización de los sistemas financieros para adaptarse a esa nueva situación, así como a la progresiva retirada del Estado del sector bancario e industrial a través de las privatizaciones. Según esta perspectiva, el fortalecimiento de los mercados financieros de las dos últimas décadas está asociado a la expansión de los movimientos internacionales de capital que dificulta la *represión financiera*. En la misma línea, el resurgir de los mercados financieros en el continente europeo se entiende a partir de la mayor movilidad de los capitales promovida por la integración monetaria.

⁹ Los trabajos incluidos en M. UL HAQ *et al.* (eds.) (1996) proporcionan una panorámica del debate en torno a la propuesta de TOBIN.

¹⁰ Una síntesis excelente de la situación actual comparada con la existente en los años anteriores a la primera guerra mundial es la del Fondo Monetario Internacional (1997).

Las dos conclusiones principales del trabajo comentado es que debemos ser cautelosos ante la idea de que el desarrollo financiero es unidireccional y tener la misma prevención respecto al consenso generalizado de considerar la tendencia actual a favor de los mercados como irreversible, con el argumento de que su eficiencia es obviamente superior en la asignación de los recursos.

2.6. La coyuntura alcista de las Bolsas

El protagonismo de los mercados financieros se inscribe en una onda alcista extraordinaria de las Bolsas. Difícilmente podría ser de otra forma. A finales de 1990, el índice Dow Jones se situaba en torno a los 3.000 puntos; al terminar 1994, el Dow estaba a 4.000 y llegó a 11.000 en 1999, para retroceder levemente desde entonces. En el momento en el cual se redactan estas líneas este índice se sitúa en torno a los 10.500 puntos.

Esos niveles de cotización no quieren decir que sean excesivos en relación a los fundamentos económicos; es preciso relacionar las cotizaciones con los beneficios obtenidos por las empresas. La relación entre cotización y beneficio por acción es el PER (*Price Earning Ratio*), que se considera por los analistas financieros un dato clave. El nivel de PER recoge las expectativas de crecimiento de los beneficios, y la comparación del inverso del PER con el tipo de interés de los bonos a largo plazo es esencial para pronunciarse sobre la sobrevaloración o infravaloración de los precios de las acciones. Ahora bien, emitir un juicio sobre esta cuestión exige hacerlo sobre las expectativas, con lo cual el nivel posible que pueden alcanzar las cotizaciones en el futuro depende de las hipótesis que se hagan: respecto a los beneficios de los próximos años, a los tipos de interés que estarán vigentes en el período que cubra la estimación; y al nivel de riesgo que se suponga aceptará el mercado.

Dentro de este universo de conjeturas, una posición razonable podría ser situar el PER en relación con sus cotas históricas para tener una idea del nivel de valoración. Tomando esta referencia, diversos trabajos coinciden plenamente en señalar que las cotizaciones actuales son muy elevadas en relación a las existentes en el pasado.

En el estudio de Shiller (2000) toma como denominador del PER la media móvil de los beneficios de los últimos diez años para calcular el PER del conjunto de las 500 empresas que integran el índice *Standard and Poors*. El PER alcanzó un máximo de 44,3 en enero de 2000: «El ratio cotización-beneficios, según esta forma de medirlo,

nunca ha sido tan alto. La situación más parecida es la de septiembre de 1929, cuando el ratio alcanzó 32,6) (p. 8)¹¹.

Las bajas de cotización desde el punto más alto del mercado, 1999 ó 2000, según los índices, han sido moderadas en los valores considerados como de la vieja economía, sobre todo si se encuadran en el ciclo alcista de la década de los noventa. No ha sido así, sin embargo, para acciones tecnológicas integradas en el Nasdaq, cuyo índice ha bajado más de un 60 por ciento desde su cota más alta alcanzada en marzo de 2000. La baja de la Bolsa americana ha supuesto siete trillones (americanos) de dólares, esto es, la tercera parte del PIB de los EEUU.

La revista *The Economist* se ha distinguido por su insistencia en denunciar la sobrevaloración del mercado americano y aun la existencia de una burbuja peligrosa, sobre todo en las empresas integradas en el Nasdaq. En *The Economist* (2001) se pronuncia, de nuevo, sobre el nivel de las cotizaciones teniendo en cuenta las correcciones de los últimos meses; sus conclusiones apuntan a la permanencia de una situación de sobrevaloración, incluso en el Nasdaq, pese a las fuertes pérdidas sufridas por las empresas tecnológicas.

El alza bursátil ha sido un fenómeno global (excepto en Japón)¹² y ha tenido lugar básicamente en el segundo lustro de la década de los años noventa: el índice Cac 40 de París ha pasado de 2.000 a finales de 1995 a 6.000 al terminar la década; el Dax de Frankfurt, de 2.500 a 6.500 en el mismo período. No es sorprendente que en la mayor parte de los países industriales se haya incrementado el porcentaje de la población que posee acciones, y que la mayor riqueza se haya traducido en un descenso del ahorro de las familias y un aumento del endeudamiento para financiar gastos e inversión. La dependencia de las decisiones de los agentes de la riqueza mobiliaria ha progresado notablemente¹³, aunque la sensibilidad del Producto Nacional ante posibles caídas de las cotizaciones es muy distinta, situándose Finlandia (trascendencia de Nokia), el Reino Unido y los EEUU en las po-

¹¹ En los últimos años se han realizado numerosos estudios sobre el nivel de valoración de la bolsa en los EEUU. Con alguna excepción, a veces pintoresca, los trabajos más rigurosos, además del citado de SHILLER –SMITHERS y WRIGHT (2000); B.M. SMITH (2001)–, coinciden en la sobrevaloración del mercado americano. Seguramente es oportuno anotar que en febrero de 1994, con el Dow a 4.000, el juicio de Greenspan era: «... el mercado bursátil se encuentra en un nivel elevado en este momento, según todas las medidas que tenemos» (WOODWARD, 2000, p. 174).

¹² El índice Nikkei de Tokio alcanzó prácticamente el nivel de los 40.000 a finales de 1989. Desde entonces ha perdido el 70 por ciento. En la actualidad se sitúa en torno a los 12.000. Ver nota 4.

¹³ Ver Banco de España, *Informe Anual*, 2000, p. 17.

siones más vulnerables; los países continentales de la UE están en niveles mucho más moderados.

De manera que, a efectos de la argumentación aquí desarrollada, es importante tener en cuenta que el predominio de los mercados financieros se encuadra en una onda alcista y que no es razonable pensar que pueda continuar la tendencia de la última década. Una hipótesis más equilibrada admitiría la estabilidad o la continuación de la suave baja que se advierte desde el pasado año. Una visión más pesimista, seguramente argumentaría que las cotizaciones podrían bajar hasta situarse en torno a los niveles medios históricos. Cabe también la posición, en fin, de algunos analistas, que consideran los precios actuales como propios de una burbuja especulativa que no es fácil que se corrija suave y gradualmente.

La cuestión crucial es si puede concebirse la continuación del protagonismo de los mercados financieros en un entorno bajista de las bolsas. No parece probable; al menos no se ha producido anteriormente. En consonancia con ese juicio hemos asistido en la última década, en particular en el período 1995-2000, a un auge bursátil excepcional que ha facilitado la financiación de las actividades de la nueva economía y ha aumentado el riesgo de los tenedores de activos, así como la riqueza. Sobre la base del alza bursátil se han incrementado el crédito, el gasto, la inversión y el protagonismo económico de los mercados financieros.

3. EL TIEMPO EN ECONOMÍA

Otro denominador común, junto al alza bursátil, en las razones aducidas para explicar el mayor protagonismo de los mercados financieros en la década de los noventa es el tiempo. Permítaseme una breve reflexión sobre la incidencia del tiempo en economía, que tiene como objeto exclusivo poner énfasis en las modificaciones susceptibles de producirse en juicios, opiniones y convenciones, y que puede servir como advertencia para no juzgar las situaciones presentes como estables y cristalizadas.

Un economista que prestó especial atención al análisis del tiempo en economía fue A. Marshall. En sus *Principles* (1890, p. 289) advierte:

«Pero nosotros no podemos prever el futuro perfectamente. Lo inesperado puede suceder, y las tendencias existentes pueden modificarse antes de que hayan tenido tiempo de alcanzar lo que ahora pa-

rece el desarrollo pleno y total. El hecho de que las condiciones generales de la vida no sean permanentes es la fuente de muchas de las dificultades que han de afrontarse en la aplicación de las doctrinas económicas a los problemas prácticos.»

El lector familiarizado con la obra de Keynes seguramente advertirá cómo las ideas de su maestro moldean su propia concepción de la ciencia económica; de manera particular influyen en su reticencia a aceptar la validez permanente de los modelos en economía¹⁴. Además, Keynes vivió en un período de grandes cambios y contempló cómo instituciones que funcionaron de forma positiva con anterioridad a 1913 (el patrón oro) fueron un factor distorsionador en la década de los veinte, puesto que el marco institucional había cambiado. Por eso, la consideración de la oportunidad y el tiempo, esto es, tener en cuenta la dimensión temporal de los asuntos, es una constante en su obra y constituye una cuestión básica para comprender sus análisis y aportaciones.

Algunas referencias y ejemplos pueden ayudar a centrar la importancia del tiempo.

En la obra de Minsky, el elemento tiempo es fundamental en su visión del mundo financiero. En uno de sus últimos trabajos¹⁵ (1995, p. 198) expone:

«En las economías capitalistas, un cambio desde una posición financiera robusta a otra frágil se produce en un período amplio de tiempo en el cual, en términos agregados, no se presentan problemas financieros serios. La búsqueda de beneficios por empresarios, banqueros (financieros y familias se ve alterada por el efecto que tiene el éxito en la reducción de la aversión al riesgo.»

La observación de Minsky es importante, puesto que la experiencia en los resultados va modificando la actitud hacia el riesgo de los agentes económicos. En la década de los noventa, la aceptación de mayores niveles de riesgo –mayor presencia de acciones en las carteras de los agentes y demanda preferente de los títulos más volátiles– explica el excesivo nivel de las cotizaciones, la burbuja del Nasdaq, la crisis bursátil e inmobiliaria de Japón y constituye, así mismo, un factor fundamental en la incubación de las crisis financieras internacionales del período. El probable declive del mercado bursátil promo-

¹⁴ En TORRERO (1998) se trata ampliamente esta cuestión. Ver, en particular, pp. 168-176.

¹⁵ H. P. MINSKY murió en 1996.

vería, en sentido contrario, la prevención respecto a los activos con riesgo. La experiencia de la suerte de los inversores en los mercados moldea sus ideas respecto a lo que en cada momento se considera como normal. Cuando una determinada situación analíticamente inestable o artificiosa se prolonga durante mucho tiempo –como ha sido el caso de la burbuja especulativa de Japón¹⁶– adquiere la vitola de normalidad, y la modificación tiende a ser traumática cuando se altera esa convención firmemente arraigada, y puede entrarse en una situación más coherente y estable a largo plazo o, al menos, con un grado de coherencia inicial que la haga aceptable para la comunidad política y para la inversora.

La estabilidad de situaciones durante un período amplio, aunque lo razonable sea suponer que no puedan mantenerse en el largo plazo, se ve fortalecida por la tendencia a posponer decisiones, de forma reiterada, cuando los costes actuales parezcan importantes en relación a los futuros (Akerlof, 1991).

La adopción de algunos países en desarrollo de anclar el tipo de cambio de su moneda en el de una divisa con prestigio y credibilidad internacional proporciona un ejemplo actual. Considérese el caso de Argentina, que vive en estos días una situación traumática que parece se inserta en un lento y costosísimo proceso agónico ante la dificultad de mantener el modelo de *currency board* adoptado hace una década. No hay duda, ni debe extrañar, que los efectos iniciales de limitar la circulación de pesos a la disponibilidad de dólares fueran extraordinariamente beneficiosos. La hiperinflación pudo corregirse de manera inmediata, y la mayor credibilidad proporcionó cuantiosas entradas de capital que impulsaron el crecimiento económico. El modelo, sin embargo, no era estable. La fortaleza y el prestigio del dólar no se basa en una declaración voluntarista, sino en el vigor de la sociedad americana y en el crecimiento de la productividad. El modelo argentino se ha mantenido mientras se han vendido activos nacionales, y los inversores internacionales, que seguían atentamente la situación, entendieron que ésta podía mantenerse y obtener, mientras tanto, unos intereses elevados. Los gobernantes, por otra parte, no desean cargar con la responsabilidad de poner fin a una regulación institucional que proporcionó estabilidad en los precios y crecimiento económico en los primeros años. En esas condiciones es muy difícil esperar una reconducción ordenada de la situación. No critico con esto la decisión inicial, adoptada en circunstancias dramáticas para afrontar una situación inflacionista desarticuladora, pero se puso en

¹⁶ Véase, en este sentido, el capítulo 3 de KERR (2001).

marcha un mecanismo sin coherencia en el largo plazo. Una actitud de prudencia debería haber desmontado antes el modelo, pero eso implica asumir altos costes políticos y el abandono de un puerto que ofrecía seguridad en el corto plazo. Se dice, ahora, que el error ha consistido en no hacer una reforma fiscal al amparo de la estabilidad y protección del *currency board*. Es evidente que ésa era la única vía correcta, pero no es fácil, y no se consigue con rapidez en el mejor de los casos. Además, la disponibilidad de capital proporcionada por la mayor credibilidad del ancla cambiaría no es el entorno más adecuado para que los políticos pidan sacrificios e impongan las duras medidas precisas para instalar y extender la disciplina fiscal. La historia de los países en desarrollo muestra cómo las políticas rigurosas son dejadas a un lado si se tiene acceso fácil al crédito.

En otros países, y en otras épocas, han funcionado otros *currency boards*¹⁷. En Hong-Kong y Panamá llevan décadas con sistemas de este tipo, y en Ecuador acaba de adoptarse la dolarización. Los dos primeros casos son especiales y su experiencia hay que manejarla con suma precaución como inspiración para otros países. Es posible que en Ecuador la estabilidad monetaria y las entradas de capital inducidas por la mayor credibilidad, así como la privatización de empresas, generen un crecimiento económico inmediato que alivie la extrema situación que explica el recurso a la dolarización, pero el caso argentino bien pudiera servir de precedente para ilustrar la secuencia temporal del proceso.

En cuanto al auge de las Bolsas en los mercados emergentes, la precaución debe extremarse. En la década de los noventa se han realizado numerosos estudios que muestran la relación positiva entre el progreso de los mercados bursátiles y el crecimiento económico de los países. Los resultados de este tipo de interrelaciones son razonables, pero hay que filtrarlos por la malla del tiempo. Trabajos característicos, en esta línea, son los de Levine y Zervos (1996, 1998), que analizan una serie de ratios significativos del desarrollo de las Bolsas. Las conclusiones de estos estudios están claras: la liberalización de los movimientos de capital conlleva el desarrollo del mercado bursátil, lo cual es un factor impulsor del crecimiento económico. Es preciso tener en cuenta, no obstante, que la evolución de los ratios de los mercados puede que no se corresponda con un crecimiento tendencial de largo plazo, sino que se deba a circunstancias concretas en una trayectoria alcista de las Bolsas, que sería demasiado arriesgado calificar como regular o normal.

¹⁷ Ver, en este sentido, SCHWARTZ (1993).

Por eso es tan importante el análisis económico de las tendencias y tan peligrosa la consideración exclusivamente estadística de las mismas. La cuestión esencial es analizar los elementos de estabilidad o inestabilidad de las tendencias, cuya continuidad o ruptura dependerá del juicio acerca de que los factores que soportan la tendencia mantengan o alteren bien su peso, bien la dirección de su influencia.

4. SOBRE LA INTRODUCCIÓN DE REFORMAS EN EL SISTEMA FINANCIERO

De nuevo parece oportuno comenzar con una cita de un libro espléndido. En materia de finanzas, como reiteradamente advirtió Keynes, abundan las propuestas que son expresión de la insatisfacción hacia el funcionamiento del sistema financiero:

«Con independencia de lo que enseñemos en nuestros textos, los economistas sabemos, tan bien como cualquiera, que el capitalismo del *laissez-faire* sin regulación no es la panacea e, incluso más, que no es ni siquiera una posibilidad realista. Lo que mantiene a los economistas en silencio en las turbulencias actuales es que también sabemos que el mercado como mecanismo asignador es fundamental para el funcionamiento de la compleja economía moderna y, probablemente, es esencial para el mantenimiento de sistema democrático. Los tres autores objeto de este volumen conocían estas verdades y lucharon con las tensiones entre ellas, pero no permanecieron en silencio» (Mehrling, 1997, p. XI)¹⁸.

Como se ha expuesto, el protagonismo que han alcanzado los mercados financieros ha sido importante y generalizado, sobre todo en la década de los noventa. El fenómeno se contempla de forma positiva por la mayoría de los analistas; existen, sin embargo, diferencias significativas en los matices, en el alcance deseable de las regulaciones y en la confianza hacia los mecanismos autocorrectores de los mercados. La confianza de M. Friedman o de Miller contrasta con las cautelas de Stiglitz o Tobin. En general, los economistas con mayor influencia de la obra de Keynes acentúan la prevención hacia los problemas que puedan derivarse de los excesos de los mercados financieros, en especial de los bursátiles, cuando la temperatura de la fiebre especulativa es demasiado alta. Por eso, Miller, el Premio Nobel recientemente fallecido, uno de los más ardientes defensores de

¹⁸ Los tres economistas cuya obra se analiza en el libro citado son Allyn ABBOT YOUNG, Alvin HARVEY HANSEN y Edward STONE SHAW.

los mercados de derivados y de la doctrina de los mercados eficientes, califica a Keynes como «el santo patrón de los teóricos de la burbuja» (1991, p. 103).

En un plano más práctico y cercano a las decisiones de inversión en los mercados, tampoco existe unanimidad entre los analistas financieros ni entre los expertos en la gestión de carteras institucionales. No es la misma la visión de los gestores cuya orientación básica es la minimización del riesgo medido por la volatilidad para una tasa determinada de rentabilidad que las posiciones de W. Buffet¹⁹, por poner un ejemplo destacado, que selecciona las inversiones pensando en la evolución a largo plazo de los fundamentos de las empresas. La configuración deseable del sistema financiero ofrecería matices diferenciadores importantes, dependiendo de esas distintas concepciones acerca de los efectos susceptibles de producirse en los mercados, y de la confianza en la capacidad real de medir el riesgo.

Hasta ahora se ha hecho referencia a economistas y expertos norteamericanos. Si consideráramos las opiniones de otros: europeos, japoneses o de los países emergentes, el abanico de los matices se ampliaría. La razón es que la orientación de los sistemas financieros es diferente y no existe acuerdo, ni sería fácil modificar la normativa que cambie la orientación institucional de los diferentes sistemas.

No es posible entrar aquí en la sugestiva y muy estudiada cuestión de la estructura comparada de los sistemas financieros. Es cierto que la experiencia de la última década han impulsado las reformas tendentes a que los mercados ganen protagonismo en todo el mundo, pero en los EEUU se tiene conciencia del peligro que supone una dependencia excesiva de los mismos, puesto que la financiación facilitada por la intermediación bancaria tiene mayor estabilidad y continuidad que la de los mercados, que puede ser abundantísima en una determinada coyuntura optimista y desaparecer prácticamente por completo cuando las nubes aparecen en el horizonte. Por eso, el Presidente de la Reserva Federal, Greenspan (2000, p 13), ha señalado con motivo de los recientes episodios de inestabilidad financiera:

«Una de las cosas más importantes, a mi juicio, es la creación de alternativas que permitan a los sistemas financieros con problemas mantener un grado adecuado de intermediación financiera, incluso si su principal fuente de intermediación, ya sean bancos o mercados

¹⁹ La biografía de BUFFET, escrita por R. LOWENSTEIN (1995), analiza con detalle los criterios inversores del que es, seguramente, el gestor de carteras de mayor éxito de la Bolsa americana, considerando los resultados obtenidos en las últimas décadas.

de capital, se paraliza con la crisis. La existencia de múltiples vías de intermediación financiera ha resultado útil a EEUU en las últimas décadas...»

La preocupación prioritaria es que no se interrumpa el flujo de financiación a las empresas en una crisis. Seguramente es conveniente recordar que, junto a los mercados de capitales más perfectos del mundo, los EEUU tienen un sistema bancario atomizado, con miles de entidades ligadas a las circunstancias de la zona que, aunque se ha ido concentrando en los últimos años, consecuencia del empuje liberalizador, constituyen la estructura bancaria más descentralizada del mundo²⁰. De manera que el sistema financiero de los EEUU está diversificado y descentralizado. Dos notas más pueden servir como orientación.

La primera, resaltar la dificultad de alterar el marco institucional, como prueba ampliamente la experiencia. Eso no quiere decir que sea inamovible ni que resulten estériles los esfuerzos para modificar la orientación, sino que los cambios han de contemplarse a largo plazo (*natura non facit saltum*, era el lema de Marshall) y no deben ser fruto de una coyuntura determinada. Esto es así porque, como ha señalado North (1992, p. 477):

«Las instituciones están compuestas por reglas formales, por restricciones informales y por características que refuerzan esas restricciones. En tanto que las reglas formales puedan cambiarse de inmediato por el gobierno, las restricciones informales cambian muy lentamente.»

En un sentido parecido se pronuncia Arrow (1998, p. 39) al valorar el papel de las instituciones en la cobertura de las limitaciones del modelo de equilibrio general competitivo para recoger la realidad:

«Sin embargo, las instituciones son una forma de capital. No pueden operar, en general, atendiendo exclusivamente a las circunstancias del presente. De ahí que alterarlas en respuesta a condiciones cambiantes (gustos, tecnologías, condiciones políticas) requiera tiempo, al igual que lo precisa cambiar la estructura del capital. Teniendo en cuenta la incertidumbre sobre el futuro, esto significa que las instituciones en cada momento constituyen, en parte, adaptaciones a las condiciones del pasado, no a las actuales. La historia, por tanto, importa.»

Los sistemas financieros no funcionan aislados, sino coordinados con otras instituciones y mercados; están integrados, en definitiva, en

²⁰ Sobre las razones de la atomización, ver TORRERO (1993).

la organización de la sociedad. En particular, la financiación y el gobierno de las empresas está directamente conectado con el mercado de trabajo y con los compromisos con los colectivos en la gestión empresarial (Tohyama, 2000). De manera que no cabe pensar en modificaciones puntuales sino en la revisión completa del marco institucional si se modifica una columna básica del mismo. De no hacerse así, un modelo que, con sus peculiaridades propias sea coherente, puede perder esa coherencia y generar un proceso inestable (Torre-ro, 2002).

La segunda, es que los sistemas institucionales pueden perfeccionarse conservando los anclajes y corrigiendo los defectos más visibles. Ésta es una opción que cabe considerar antes que cambiar la normativa para copiar lo establecido en otro país donde el modelo ha tenido éxito por funcionar en un marco coherente con otras instituciones. Tomando, de nuevo, el candente asunto del gobierno de las empresas, los dos modelos existentes de control –el de los mercados financieros o el de un socio principal de referencia (a menudo un banco)–, han cumplido su papel razonablemente bien en los países desarrollados. Shleifer y Vishny (1997, p. 774) llegan a la conclusión de que es difícil pronunciarse por cuál de los dos es más efectivo, pero señalan que las diferencias entre ambos son probablemente pequeñas en relación a las que existen entre los sistemas de los países desarrollados y de los emergentes. De nuevo es conveniente recurrir a North (1994, pp. 3-360):

«... las creencias de los individuos, grupos y sociedades, que determinan la elección son consecuencias del aprendizaje a través del tiempo, no en el período de la vida de un individuo o de una generación, sino al aprendizaje incorporado en individuos, grupos y sociedades que es acumulativo en el tiempo y se transmite intergeneracionalmente por la cultura de una sociedad.»

Desde esta perspectiva hay que plantear el reciente rechazo a la Ley de OPAS en la UE y las resistencias a modificar particularidades del sistema japonés, puesto que no se trata de adoptar una o varias medidas puntuales en el plano financiero, sino de modificar aspectos cruciales de las relaciones institucionales de esa sociedad.

5. EL SECTOR PÚBLICO Y EL SISTEMA FINANCIERO

Un sagaz observador, Bagehot, fue el primero en percibir la ventaja comparativa del Reino Unido al poder contar con un marco institucional capaz de facilitar recursos financieros a los emprendedores:

«Un sitio como Lombard Street, en el que, con la sola excepción de épocas extraordinarias, por lo general puede obtenerse siempre dinero contra una buena garantía o razonables perspectivas de probables ganancias, es un lujo que ningún país ha disfrutado antes en magnitud parecida (1873, p. 26).»

Corresponde al sector público, en relación al sistema financiero, la vigilancia y control de instituciones que tienen una misión tan delicada como ser depositarios de buena parte del ahorro de un país. Sólo desde las posiciones extremistas se propone un marco estrictamente privado que potencie la vigilancia y disciplina de los agentes y no promueva situaciones de *moral hazard*. No obstante, la posibilidad de que se produzca una crisis financiera en situaciones de pánico colectivo hace imprescindible una posición activa y vigilante del sector público.

De las tres funciones que cumple el sistema financiero es indiscutida la trascendencia de los mercados como proveedores de señales orientadoras; y, por eso, tiene tanta importancia que el tráfico de los activos se desarrolle en condiciones de solvencia y transparencia. Una amplia literatura reciente establece, con claridad, que el desarrollo de los mercados depende del cumplimiento de normas severas que se exijan con rigor y den confianza a los inversores²¹.

En cuanto a los mercados financieros como valoradores de la riqueza, ya se ha aludido a la trascendencia actual de esa función. Debería ser preocupación del sector público intentar evitar procesos de especulación desaforada que afecten gravemente a la asignación de los recursos y puedan generar situaciones de grave inestabilidad. Es muy difícil determinar cuando los excesos se deben a una burbuja especulativa que se generaliza por la presión psicológica desaforada de la ganancia inmediata y cuando las señales de los precios anticipan correctamente el futuro aunque parezcan disparatadas considerando los parámetros históricos²². Por difícil y comprometido que resulte, la importancia actual de los mercados obliga al sector público a adoptar una vigilancia activa, intentando evitar situaciones desestabilizadoras. Así lo entiende el Sr. Greenspan al manifestar su opinión sobre las *exuberancias irracionales* o al intentar influir en la valoración de los activos mediante pulsaciones frecuentes del tipo de interés.

²¹ La línea de investigación de R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER y R. VISHNY es fundamental en esa dirección. Ver, en particular, R. LA PORTA *et al.* (1999).

²² La burbuja especulativa de Japón entre 1986 y 1989 y la más reciente del Nasdaq son ejemplos de la capacidad desestabilizadora de los excesos especulativos en los mercados bursátiles. Ver, en esta dirección, TORRERO (2002).

La tercera misión del Sistema Financiero: la disponibilidad de recursos para los empresarios es clave. El objetivo debería ser la diversificación de fuentes de financiación, en la línea ya apuntada en la cita de Greenspan, y la descentralización, en el sentido de que existan intermediarios financieros con el conocimiento preciso de la situación que sólo da la presencia continuada en la zona con la mayor autonomía posible.

Aunque el principio orientador no puede ser otro que procurar la gama más amplia de mercados e intermediarios financieros, conviene tener en cuenta, sin embargo, algunas características de los mercados y de los intermediarios bancarios.

Los mercados de valores son una institución esencial del capitalismo no sólo porque en determinadas épocas es una vía de obtención de recursos, sino por las otras razones aludidas, a las que hay que añadir que posibilita procesos de concentración empresarial e industrial en coyunturas concretas. Weber (1894-98) fue un gran defensor de la Bolsa alemana, institución que consideraba un medio para la transformación industrial y la concentración y expansión económica, en contra de las opiniones e intereses de los terratenientes, de los socialistas y de los grupos antisemitas²³.

Siendo esto así, dos matizaciones son necesarias. La primera, que la especulación es consustancial al funcionamiento de un mercado que basa las valoraciones en las expectativas de lo que cada inversor considera será el futuro, pero en lo posible parece conveniente una orientación que favorezca valoraciones razonables, dificulte las burbujas y potencie la misión intermediadora. La segunda, que no debe esperarse de la Bolsa lo que, por su naturaleza, no puede ofrecer.

La Bolsa es una institución limitada, de hecho, a la gran empresa que es la que pueda aspirar a ser conocida por el público y tener una masa de accionistas que proporcione la liquidez. La Bolsa no es un instrumento adecuado para las pequeñas y medianas empresas, y mucho menos para atender las demandas de las nuevas iniciativas empresariales. Siempre se ha tenido constancia de esta característica, aunque se haya intentado obviar rebajando las condiciones de dimensión y de admisión a cotización oficial, estableciendo segundos mercados u otros especializados –los tecnológicos recientemente–, con resultados modestos, excepto en los EEUU y en el Reino Unido. No critico los esfuerzos a favor de extender el ámbito del mercado de

²³ Deseo agradecer al Sr. CAMPOS ECHEVERRÍA que me proporcionara el libro de WEBER.

valores, pero sí que al plantear esa opción como una posibilidad real alternativa no se procure evitar que la intermediación financiera bancaria, que es esencial para la pequeña y mediana empresa y de hecho su única vía de financiación en las instituciones financieras, descuide esta misión fundamental.

La consideración anterior es especialmente oportuna en el caso de España. No es posible entrar a juzgar la idoneidad de nuestro sistema financiero para la misión que parece básica: procurar financiación a las empresas. Es oportuno, no obstante, en relación al punto abordado, llamar la atención sobre la estrechez de miras que supone forzar la concentración de los intermediarios financieros bancarios, con el único argumento de la reducción de costes, de las economías de escala. En ocasiones, las fusiones, o las absorciones, responden a la necesidad de eliminar excesos de capacidad, pero en otras no están justificadas y se destruyen historias de relaciones empresariales que ha costado mucho tiempo y esfuerzo construir. Cuando un intermediario financiero bancario se integra en otro de mayor dimensión y con un centro más alejado de decisión, se modifica, al mismo tiempo, el enfoque de las oficinas que responden a una nueva normativa, que no tiene en cuenta, en la misma medida, las circunstancias específicas de la zona ni el valor de reputaciones empresariales locales. Estas consideraciones parecen especialmente apropiadas para las Cajas de Ahorro, embarcadas, en ocasiones, en procesos de concentración que reduce su principal activo construido a lo largo del tiempo: el compromiso con las necesidades de financiación de empresas locales y la asequibilidad para economías familiares y pequeñas empresas.

Por último, el papel del sector público en la orientación de las instituciones financieras debe plantearse a largo plazo y sin perder de vista las características específicas de cada nación. En una coyuntura bursátil alcista, como la que se ha vivido en la década de los noventa, las iniciativas en nuevos campos han recibido financiación de los mercados con gran facilidad, pero esos canales carecen de continuidad, son el resultado de una fiebre especulativa y la realidad se encarga de corregir los excesos cometidos. Por eso es tan importante potenciar opciones de financiación alternativas y estables sin dejarse llevar por erupciones o modas de amplia trascendencia cuando se producen, pero de escasa consistencia.

6. BIBLIOGRAFÍA CITADA

AKERLOF, G. A. (1991): «Procrastination and Obedience», *American Economic Review. Papers and Proceedings*, vol. 1, nº 2, May, pp. 1-19.

- ALLEN, F. (1993): «Stock markets and resource allocation», en C. MAYER y X. VIVES (eds.), *Capital Market and financial intermediation*. Cambridge University Press. Paper back (1995). Hay traducción al español, Bilbao, 1994, Fundación BBV.
- ARROW, K. J. (1998): «The Place of Institutions in the Economy: A Theoretical Perspective», en Y. HAYAMI y M. AOKI (eds): *The Institutional Foundations of East Asian Economic Development. Proceeding of the I.E.A. Conference held in Tokyo, Japan*. Macmillan Press. Great Britain.
- BAGEHOT, W. (1873): *Lombard Street: el mercado monetario de Londres*. Primera edición en español, Fondo de Cultura Económica. México, 1968, de donde se toma la referencia.
- BANCO DE ESPAÑA (2001): *Informe Anual 2000*.
- BORDO, M., y SCHWARTZ, A. J. (2000): «Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives of how countries in Financial Distress have fared with and without bailouts», *National Bureau of Economic Research. Working Paper*, nº 7701, May.
- ECONOMIST (The) (2001): *Global Equity Markets*, may 5th, pp. 3-38.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1997): «Globalization in Historical Perspective», *World Economic Outlook*. May. Annex, pp. 112-116.
- FRIEDMAN, M., y SCHWARZ, A. J. (1963): *A Monetary History of the United States. 1867-1960*. Princeton University Press. USA.
- GOMPERS, P. A. (1998): «Venture capital growing pains: Should the market diet?». *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, pp. 1089-1104.
- GREENSPAN, A. (2000): «Retos globales y estabilidad financiera», *Cinco Días*, lunes 31 de julio, p. 13.
- HAQ, M. UL; KAUL, I., y GRUMBERG, I. (eds.) (1996): *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*. Oxford University Press. USA.
- HIRSCHMAN, A. O. (1970): *Exit, Voice, and Loyalty. Response to Decline in Firms, Organizations and States*. Harvard University Press. USA.
- Initial Report of the Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets (2000)*. Brussels, 9 November.
- JENSEN, M. C. (1989): «Eclipse of the Public Corporation», *Harvard Business Review*, September-October, pp. 61-74.
- JENSEN, M. C. (1993): «The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems». *The Journal of Finance*. Vol. XLVIII, nº 3, July, pp. 831-880.

- KERR, A. (2001): *Dogs and Demons. Tales from the Dark Side of Japan*. Hill and Wang. USA.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. (1999): «Investor Protection: Origins, Consequences, Reform», *National Bureau of Economic Research. Working Paper*, nº 7428. December.
- LEVINE, R., y ZERVOS, Z. (1996): «Stock Market Development and Long-Run Growth». *The World Bank Economic Review*, vol. 10, nº 2, pp. 323-339.
- (1998): «Capital Control Liberalization and Stock Market Development», *World Development*, vol. 26, nº 7, pp. 1169-1183.
- LIPSEY, R. E. (2001): «Foreign Direct Investors in Three Financial Crises». *Working Paper*, nº 8084. January. National Bureau of Economic Research.
- LOUNGANI, P., y RAZIN, A. (2001): «¿Qué beneficios aporta la inversión extranjera directa?». *Finanzas & Desarrollo*. Junio, pp. 6-9.
- LOWENSTEIN, R. (1995): *BUFFETT. The Making of an American Capitalist*. Main Street Books. USA.
- MARSHALL, A. (1890): *Principles of Economics*. First edición 1890. Eighth Edition 1920. Reprinted 1964. MacMillan and Company Limited. Great Britain.
- MEHRLING, P. G. (1997): *The Money Interest and the Public Interest American Monetary Thought 1920-1970*. Harvard University Press. USA
- MILLER, M. H. (1991): *Financial Innovations & Market Volatility*. John Wiley & Sons. USA.
- MINSKY, H. P. (1995): «Financial Factors in the Economics of Capitalism», *Journal of Financial Services Research*, 9, pp. 197-208.
- NORTH, D. C. (1992): «Institutions, Ideology, and Economic Performance», *Cato Journal*, vol. 11, nº 3. Winter.
- (1994): «Economic Performance Through Time», *The American Economic Review*, vol. 84, nº 3, June, pp. 359-368.
- RAJAN, R., y ZINGALES, L. (2000): «The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century», *Working Paper*, nº 8178, March. National Bureau of Economic Research.
- SHILLER, R. J. (2000): *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. USA.

- SHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. (1997): «A Survey of Corporate Governance». *The Journal of Finance*, vol. LII, nº 2, June, pp. 737-783.
- SMITH, B.M. (2001): *Toward Rational Exuberance. The Evolution of Modern Stock Market*. Farrar, Straus and Giroux. New York.
- SMITHERS, A., y WRIGHT, S. (2000): *Valuing Wall Street. Protecting Wealth in Turbulent Market*. MacGraw-Hill. USA.
- SCHWARTZ, A. J. (1987): *Money in Historical Perspective*. The University of Chicago Press. USA.
- (1993): «Currency boards: their past, present, and possible future role», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 147-187.
- SINGH, A. (1997): «Financial Liberalisation, Stockmarkets and Economic Development», *The Economic Journal*, 107, May, pp. 771-782.
- SOLOMON, R. (1999): *Money on the Move. The Revolution in International Finance since 1980*. Princeton University Press. USA.
- TOHYAMA, H. (2000): «The capital-labor compromise and the financial system. A changing hierarchy», en R. BOYER y T. YAMADA (eds.): *Japanese Capitalism in Crisis. A Regulationist Interpretation*. Routledge. London.
- TORRERO, A. (1993): *La crisis del sistema bancario: Lecciones de la experiencia de Estados Unidos*, Civitas. Madrid.
- (1998): *La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*. Civitas. Madrid.
- (2000): *Internacionalización de las Bolsas y de las finanzas*. Pirámide. Madrid.
- (2002): «El final de la burbuja especulativa y la crisis económica de Japón», *Ekonomiaz* (próxima publicación).
- WEBER, M. (1894-1898): *La Bolsa. Introducción al sistema bursátil*. Ariel. Barcelona, 1987, 2ª edición.
- WOJNILOWER, A. M. (2000): «Life without Treasury Securities», *Business Economics*. October, pp .10-15.
- WOODWARD, B. (2000): *Greenspan. Alan Greenspan, Wall Street y la economía mundial*. Ediciones Península. Barcelona 2001.