



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

www.iaes.es

El protagonismo financiero de las familias

Antonio Torrero Mañas

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO
11/2015

EL PROTAGONISMO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS

RESUMEN

En las tres décadas que preceden a la crisis financiera iniciada en el 2007, el papel financiero de las familias ha sido fundamental. Los hogares han sido los principales demandantes de crédito con un crecimiento de éste muy superior al de las empresas no financieras. Durante este tiempo, también las unidades familiares se han convertido en los principales accionistas, aunque la mayor parte de la propiedad ha sido indirecta a través, sobre todo, de la gestión profesional, destacando los fondos de pensiones de carácter privado.

Las pautas de comportamiento de los gestores profesionales han adquirido, pues, una importancia extraordinaria. Con anterioridad a la década de los ochenta sus clientes eran las familias acaudaladas; ahora, son los ahorradores de la clase media.

El objetivo de este trabajo es reflexionar sobre las consecuencias de estos cambios. Plantear si los objetivos de los profesionales de la gestión de los recursos se alinean con los de sus clientes; si éstos tienen capacidad técnica para decidir directamente las inversiones; y sobre el papel del Estado en esta nueva situación dominada por la incertidumbre

Palabras clave: familias, crédito, gestores financieros, inversión, rentabilidad.

ABSTRACT

In the last thirty years previous to the financial crisis that began in 2007, the financial role of families has been fundamental. Households have been the main credit demanders and the growth of this credit demand much higher than non-financial firms. During this time, households also have become major shareholders, although most of the property has been indirect through, above all, professional management, highlighting pension funds private.

The behavioral patterns of professional managers have thus acquired an extraordinary importance. Before the eighties their clients were wealthy families; now, are the middle class savers.

The main aim of this paper is to reflect on the consequences of these changes. Ask if the objectives of the professional resource management are aligned with those of its customers; if they have the technical capacity to directly decide the investment; and the role of the state in this new situation dominated by uncertainty.

Keywords: household, credit, financial managers, investment, profitability.

AUTOR

ANTONIO TORRERO MAÑAS comienza su carrera profesional en MAPFRE Mutualidad de Seguros donde ocupó cargos directivos en sociedades de inversión. Ha sido Consejero Delegado de AGECO (Asesoramiento y Gestión Económica), Presidente del Banco Hipotecario de España, Presidente de Reit S.A., Consejero del Instituto Nacional de Hidrocarburos y Consejero del Banco Español de Crédito hasta la intervención de la entidad en 1993. Ha sido profesor de la Universidad Complutense y de la Universidad de Málaga. En la actualidad es Catedrático Emérito de Estructura Económica de la Universidad de Alcalá. Los últimos libros publicados son:

- La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero (1998, Civitas, Madrid).
- La Burbuja Especulativa y la Crisis económica de Japón (2003, Témpora, Madrid).
- Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios (2006, Marcial Pons, Madrid).
- Revolución en las Finanzas (Los grandes cambios en las ideas. Represión y Liberalización Financiera)(2008, Marcial Pons, Madrid).
- La crisis financiera internacional. Cuarto año (2011, Marcial Pons, Madrid).
- La crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española (2011, Marcial Pons, Madrid).
- Keynes y la crisis financiera actual (2013, Marcial Pons, Madrid).
- España en el laberinto del euro (2013, Marcial Pons, Madrid).

*Material preparado para el curso en la Universidad Católica de Valencia. Santander. Agosto 2015.

ÍNDICE

Índice	4
1. Introducción	5
2. La Financiarización	6
3. El incremento del endeudamiento. Razones que explican el mayor endeudamiento de las familias	8
3.1 Nuevo marco económico	13
3.2 El cambio en las ideas económicas	15
3.3 El cambio en el comportamiento de las empresas	22
4. Las decisiones de inversión de las familias	31
4.1 La rentabilidad de los activos financieros. Breve referencia histórica	31
4.2 La inversión directa en activos financieros	35
4.3 La inversión a través de gestores profesionales	39
5. Nota final	46
8. Bibliografía	48

1. INTRODUCCIÓN¹

En los últimos treinta años, tres fenómenos destacan para comprender los crecientes desequilibrios previos a la crisis económica que se inicia en el 2007; la propia crisis; y las circunstancias que explican la vacilante y desigual recuperación desde entonces. Estos tres fenómenos son:

- 1) El protagonismo financiero creciente de las familias.
- 2) El mayor peso de los mercados bursátiles en las decisiones empresariales.
- 3) La progresiva importancia de los mercados financieros respecto a la intermediación bancaria tradicional.

Los tres aspectos citados están interrelacionados. El endeudamiento de las familias, o mejor el crecimiento del balance financiero familiar, ha sido posible por la *titulización* que ha facilitado la adquisición de activos (la vivienda en primer plano) y el ascenso de la deuda.

El mayor peso de los mercados bursátiles en las decisiones empresariales ha sido consecuencia del triunfo de una idea: la cuestión fundamental para calificar la gestión empresarial es la cotización bursátil; el accionista ha pasado a ocupar el centro de la escena, y se difuminaron otras responsabilidades asumidas por las empresas hasta la década de los ochenta del pasado siglo; la más importante es la externalización de las pensiones que de forma creciente dependerán de las decisiones financieras de los beneficiarios, saliendo del balance de las empresas y de la órbita de su responsabilidad.

El tercer punto citado: el declive de la banca tradicional y el auge de los mercados financieros ha sido destacado por Bernanke (2007, p. 6) como el cambio esencial que ha tenido lugar y lo equipara en importancia a lo acontecido con el *New Deal*. Los activos financieros ligados a los mercados y en particular la *titulización* han hecho posible el aumento del balance de las familias.

Mi objetivo aquí es reflexionar sobre el primer aspecto aludido: El protagonismo financiero creciente de las familias; éste se encuadra en la revolución que se ha producido en la visión con la que se consideran las finanzas, y también con las misiones que se le atribuyen. Permítaseme que antes de centrarme en las familias haga un breve inventario de los cambios que se han producido y que han hecho de las finanzas el centro del sistema económico.

¹ Agradezco las sugerencias de D. Adolfo Sánchez Real. Naturalmente soy el único responsable del texto final.

- Los planes de pensiones han pasado de constituirse en las empresas e integrarse en su balance, a configurarse de forma individual con resultados finales que dependen de la pericia en las decisiones de inversión de los beneficiarios.
- La privatización de las pensiones ha potenciado la inversión institucional (Fondos de Pensiones). La remuneración de los gestores profesionales aparece ligada a la rentabilidad de las carteras tomando como referencia la evolución de los mercados bursátiles. Ambos, directivos de las empresas cotizadas y gestores profesionales, orientan su actuación y son juzgados por los mercados bursátiles.
- El descenso de la intermediación bancaria tradicional ha ido acompañado por el gran crecimiento de la banca en la sombra (*shadow banking*), esto es, instituciones financieras que captan recursos de los mercados, conceden créditos pero están al margen de la regulación bancaria.
- El protagonismo de la inversión institucional es fundamental en la configuración de los sistemas financieros. Acompañando a los gestores profesionales se sitúa un universo de servicios conectados: analistas financieros, contabilidad, auditoría, agencias de calificación y despachos jurídicos especializados en valoraciones y transacciones financieras.
- Las finanzas se han internacionalizado a todos los niveles: créditos bancarios, emisiones, y cotizaciones bursátiles. Destaca en esta internacionalización el grado de concentración de la gestión institucional (fondos soberanos, de inversión, y de pensiones). Estamos en un sistema financiero global gestionado por las grandes instituciones financieras privadas, que compitiendo duramente entre ellas, y por tanto sin coordinación, constituyen, de hecho, el sistema financiero mundial

Este es el marco general en el cual sitúo el protagonismo financiero de las familias atendiendo a dos aspectos que considero claves: 1) el incremento del endeudamiento; y 2) las decisiones de inversión de las familias.

2. LA FINANCIALIZACIÓN ²

En la revolución que se ha producido en las finanzas durante las tres últimas décadas el término *financiarización* se ha utilizado cada vez con más frecuencia. Con él se alude a que los aspectos financieros han tenido presencia progresiva en las decisiones de los agentes económicos, y de ahí el hiperdesarrollo de los activos, mercados e instituciones financieras hasta que se produjo la crisis de 2007.

² En mi libro (Torrero 2013, pp. 64-65) aludí al contenido del término.

Una definición muy aceptada de financialización es la de Epstein (2005): "... financialización significa el papel creciente de los estímulos financieros, de los mercados, de los agentes y de las instituciones financieras, en las operaciones de las economías nacionales e internacionales" (p. 3). Krippner, por su parte, define la "financialización como un modelo de acumulación en el cual los beneficios se obtienen principalmente a través de canales financieros antes que por medio del comercio y la producción de mercancías... El peso creciente de las finanzas en la economía se refleja en la expansión de bancos, casas de bolsa, compañías financieras y similares, pero *igualmente* se observa en el comportamiento de las empresas no financieras" (2005, pp. 181, 182).

En el sector público las finanzas cobran excepcional importancia a partir del comienzo de la crisis en el 2007: los bancos centrales y la deuda pública se sitúan en el centro de la escena al utilizarse para paliar los efectos de la perturbación. Por otra parte, las instituciones financieras, en especial los sistemas bancarios, reducen su dimensión, que había crecido de forma espectacular, para adaptarse a la nueva situación de crisis. ¿Qué sucede con la financialización en empresas no financieras y en las familias? El contraste entre ambos colectivos es extraordinario. Las variables financieras: el porcentaje de crédito a las empresas sobre el PIB de las sociedades no financieras y el volumen de emisiones en renta fija y variable han mantenido un tono de estabilidad. La gran mutación se ha producido en la financialización de las familias que experimenta un crecimiento espectacular hasta que sobrevino la crisis.

En las empresas no financieras, como he señalado, la financialización avanza modestamente. De hecho se produce en las áreas ligadas a la prestación de servicios financieros en competencia con las propias instituciones financieras. El gran ausente de esta evolución ha sido la producción y distribución de bienes y servicios no ligados de una forma u otra con las actividades financieras.

Las consecuencias de la falta de protagonismo de las empresas no financieras son importantísimas, y ayudan a comprender el escaso pulso empresarial para compensar el decaimiento sobrevenido con la crisis financiera. También justifica que dedique esta conferencia al comportamiento financiero de las familias, que ha sido el factor más dinámico sobre el que se ha construido lo que hoy observamos como gigantesco edificio financiero cuyos excesos han conducido a la crisis.

En síntesis, los mercados financieros (en especial las bolsas) y la actividad financiera de las familias constituyen las claves explicativas de la evolución de las finanzas para comprender el proceso de financialización hasta el 2007; la crisis que se produce a continuación; y también la situación inestable, las dificultades del retorno a la normalidad, dando lugar al embalsamiento de desequilibrios debidos,

esta vez, a las medidas urgentes adoptadas para contener los efectos devastadores de la crisis.

Las instituciones del sistema financiero sufren una gran transformación, en especial en los años 2001-2007 que preceden al desastre. Los bancos comerciales se distancian de sus clientes industriales y comerciales para adoptar progresivamente el estilo de los bancos de inversión y se dirigen a las familias como fuente de beneficios (Lapavitsas, 2012, p. 15). Como señala G. Davis: "En el punto más alto de la burbuja inmobiliaria en 2006, había más agentes inmobiliarios que granjeros, más brokers hipotecarios que trabajadores textiles" (2009, pp. 2, 3).

No debe pensarse que el proceso de financialización fue algo planeado o deseado; fue la consecuencia no prevista de los intentos de los políticos de evadir las medidas que tenían que adoptar derivadas de la crisis social, de los problemas fiscales y de las dudas sobre la legitimación de la actuación del Estado (Krippner, 2011, p. 22). La desregulación y la innovación financiera, la especulación y el fraude, posibilitaron que las finanzas cubrieran la insuficiencia de la demanda mediante el crédito al consumo y la revalorización de los activos. La ideología liberal impulsó el crecimiento del sector financiero que accidentalmente cubrió el déficit de la demanda (Palley, 2013, p. 6, 7). Es importante destacar que la financialización fue un proceso lento que se desarrolla durante décadas:

"El hecho de que la financialización fuera un proceso largo y promoviera el crecimiento en sus inicios y en la etapa intermedia hizo que fuera extraordinariamente duro oponerse al mismo. Esto es así porque la política y el proceso político tienen una tendencia a evitar cambios en los buenos tiempos. El coste político del cambio es inmediato y directo, sin embargo los beneficios políticos suponen evitar un coste hipotético futuro. Incluso si ese coste futuro fuera enorme, una vez que se hubiera evitado seguiría siendo hipotético, mientras que el coste del cambio es real y se ha producido" (Ibidem, p. 9).

3. EL INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO. RAZONES QUE EXPLICAN EL MAYOR ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS

El crecimiento del endeudamiento de los agentes económicos ha sido general en los últimos cincuenta años. Las empresas no financieras, las familias, las empresas del sector financiero y las Administraciones Públicas han aumentado la deuda en un entorno crecientemente globalizado no solamente en los flujos comerciales y financieros, sino también en cuanto a las ideas económicas.

En ese marco general, las matizaciones respecto al tiempo, al protagonismo de los agentes, a la intensidad según los países, y también en cuanto a las ideas, son importantes.

En el desarrollo temporal del proceso, la tendencia al mayor endeudamiento de los agentes es sostenido, pero se acelera en la primera década del actual milenio hasta el año 2007 en el cual se inicia la crisis financiera, invirtiéndose a partir de entonces la tendencia con reducción del endeudamiento en todos los sectores, excepto en el público.

Respecto al protagonismo de los agentes, el sector financiero y las familias asumen el papel más destacado; cuando se produce la crisis, toma el relevo el sector público impulsado por la urgente necesidad de compensar la recesión en el sector privado. Las empresas no financieras mantienen un perfil estable; la reducción del endeudamiento se produce en las familias y en las instituciones financieras.

La tendencia al mayor endeudamiento se ha producido en todas las naciones aunque la intensidad ha sido distinta. En los países anglosajones ha sido más acusada, y también en los que se ha producido una burbuja inmobiliaria, como ha sido el caso de España.

Las ideas sobre el funcionamiento de la economía tienen una importancia extraordinaria para comprender el proceso de endeudamiento. El principal foco emisor de ideas son los Estados Unidos, y aunque están inspiradas y alentadas por su circunstancia específica, la influencia que ejercen sobre el pensamiento económico en todo el mundo es considerable. No debe colegirse, sin embargo, una aceptación y seguimiento estricto, puesto que subsisten peculiaridades propias en los países que difuminan, en cierta medida, el predominio anglosajón.

De manera que el fenómeno de la financialización y del endeudamiento está ligado en su génesis y en su desarrollo al modelo institucional americano y se ha desarrollado en las últimas décadas, aunque el peso económico y cultural de los Estados Unidos haya influido en la legislación y el comportamiento de otros países pero sin llegar al extremo americano. Con razón ha señalado Konings (2009, p. 111) que desde un punto de vista histórico hay algo extraordinario en el hecho de que cuando los americanos afrontan dificultades financieras, lo primero que hacen es tratar de conseguir crédito. Esa cultura no existe en otros países, como Alemania.

Haré referencia a continuación a algunos datos que permitan situar el marco en el cual se ha producido el protagonismo financiero de las familias.

La investigación de Jordá, Schularick y Taylor (2014) utiliza una nueva fuente de datos del crédito bancario en 17 economías avanzadas desde 1870:

"Los nuevos datos confirman la tendencia a largo plazo que descubrimos en un trabajo anterior ³ : después de un período inicial de profundización financiera a finales del siglo XIX, el nivel medio del crédito en relación al Producto Nacional Bruto (GDP) en las economías avanzadas alcanzó un nivel del 50-60% en torno a 1900. Después, con la notable excepción de la profunda contracción de los préstamos bancarios en la Gran Depresión y en la Segunda Guerra Mundial, el ratio permaneció en ese nivel hasta 1970. La tendencia se quiebra entonces: en las tres décadas siguientes tuvo lugar un incremento agudo del porcentaje. El crédito bancario, en promedio, se dobló respecto al GDP entre 1980 y 2009 pasando del 62% en 1980 al 118% en 2010" (p. 7).

La expansión del crédito bancario fue acompañada por un alza muy notable del apalancamiento de los agentes que, siguiendo la tendencia apuntada, se acentuó en los años previos a la crisis. En los Estados Unidos, el endeudamiento del sector privado era en 1945 del 50% del GDP; en el 2008 superó el 200% (Turner, 2014, p. 6). Elevaciones similares tuvieron lugar en el Reino Unido y en otras economías avanzadas, pero al tiempo se operó un cambio muy notable en el destino de los créditos bancarios y en el nivel de endeudamiento de los agentes.

Turner (2013, pp. 17, 18) ha advertido que la idea ampliamente compartida de que los préstamos o el crédito bancario fluían desde el sector familias a los proyectos de inversión de las empresas ha sido siempre una simplificación. En 1964 los préstamos del sector bancario del Reino Unido a las familias superaban ya ligeramente a los concedidos a las empresas no financieras, aunque las familias continuaban siendo los grandes depositantes netos y las empresas los prestatarios netos. Desde 1964 hasta 2008 se produjeron grandes cambios:

- La deuda de las familias pasó del 14% del GDP a superar el 90% y se convirtieron en prestatarios netos del sistema bancario.
- La deuda bancaria de las empresas no financieras también creció del 13 al 35% sobre el PNB entre ambas fechas. Se produjo, sin embargo, un cambio muy significativo en su composición, especialmente a partir de 1980. Los créditos a las actividades inmobiliarias crecieron de forma notable, en tanto que en el resto de los subsectores de las empresas no financieras el porcentaje de créditos respecto al PNB se mantuvo en el mismo nivel que en 1964. El sector

³ Se refieren al trabajo de los autores de 2011.

manufacturero en los años más recientes ha sido depositante neto en el sector bancario del Reino Unido.

En los Estados Unidos, la evolución del endeudamiento de los sectores corrobora las tendencias advertidas. En 1973 el porcentaje de deuda sobre el PNB de las empresas no financieras era del 52'6%; crece lentamente hasta el 2000 (66'2%) y de forma más acentuada desde ese año hasta el 2007 (76'7%). El crédito hipotecario pasa en los mismos años del 48'8% en 1973, al 67'9% en el 2000 y al 103'5% en el 2007. En cuanto a la deuda pública, y tomando como referencia los mismos años los porcentajes han sido: 39'1% en 1973; 46'1% en 2000; 57'0% en el 2007 (Palley, 2013, p. 24).

Un punto más nos ayuda a comprender las grandes líneas del progreso del endeudamiento en las empresas no financieras. Al tiempo que se produce el moderado avance de la deuda (nulo para el sector no inmobiliario) en los años citados se advierte un repunte más agudo en los años previos a la crisis del 2007. Como señala el autor que cito, desde 1980 se observa que el incremento del endeudamiento de las empresas no financieras aparece correlacionado con la recompra de acciones por las empresas (*buy-backs*). Este novedoso comportamiento sugiere un cambio en el propósito del aumento de la deuda de las empresas no financieras; antes de 1980 sirvió para financiar inversiones; desde entonces, una porción significativa de la deuda ha tenido por objeto financiar la compra de acciones de las propias empresas, lo cual, aparte de otras consideraciones, ha elevado la proporción entre la deuda y el capital propio (Ibidem, p. 34).

En el sector financiero el aumento del endeudamiento, la concentración en un número reducido de entidades y el ascenso del apalancamiento son las notas fundamentales. Entre 1978 y el 2007, la cuantía de la deuda en el sector financiero paso de 3 a 36 billones de dólares, doblándose el porcentaje respecto al PNB. Cambia la naturaleza de las principales firmas de Wall Street que eran básicamente *partnerships* y se transformaron en corporaciones cotizadas, iniciándose una escalada en la asunción de riesgo.

En el 2005 los grandes bancos comerciales poseían el 55% de todos los activos, más del doble del nivel de 1990. En el 2006 los beneficios del sector financiero suponían el 27% de los obtenidos por todas las empresas norteamericanas; en el año 1980 era el 15%. Por último, el apalancamiento de los 5 grandes bancos de inversión era de 40 a 1 en los años anteriores a la crisis (Financial Crisis Inquiry Report, 2011, pp. xxvii y xx).

En conclusión, en el entorno de crecimiento de las finanzas en las décadas anteriores a la crisis, el protagonismo indiscutible lo constituye el progreso del endeudamiento de las familias en su inmensa mayoría ligado al crédito hipotecario que se dispara desde el 2001. En el *Report* citado se precisa:

"El conjunto del endeudamiento hipotecario pasó de 5'3 billones de dólares en 2001 a 10'5 billones en el 2007. La deuda hipotecaria de las familias americanas aumentó en esos seis años tanto como en los 200 años de la historia del país. La cuantía del crédito hipotecario por familia pasó de 91.500 \$ en 2001 a 149.500 \$ en 2007" (Ibidem, p. 7).

El aumento del endeudamiento de las familias ha sido general y también lo ha sido la aceleración de los años del milenio actual que anteceden a la crisis financiera. En casi todos los países avanzados el ritmo de crecimiento del endeudamiento de las familias en 2000-2008 ha sido muy superior al que tuvo lugar en el siglo XX (las excepciones han sido Japón y Alemania). En las empresas no financieras, el nivel de apalancamiento se ha mantenido más estable, destacando sin embargo, el mayor nivel de las empresas del sector inmobiliario y las adquiridas en los últimos años utilizando el endeudamiento por los adquirentes (*leveraged buyouts*) (McKinsey, 2010).

Dos notas más al respecto a la finanzas familiares: en todos los países avanzados se ha incrementado notablemente el endeudamiento hipotecario de las familias respecto a su renta disponible (Laeven y Laryea, 2014, p. 528) con la frontera del 2007 como punto de inflexión (Igan et al, 2014, p. 548).

La actividad de los bancos, con la financiación hipotecaria como factor clave, y el endeudamiento de las familias conectado con compra de viviendas, explican el auge de la financialización en los años anteriores a la crisis financiera:

"Los préstamos bancarios no hipotecarios a empresas y familias han permanecido estables en relación al GDP; prácticamente todo el crecimiento de la dimensión del sector financiero proviene de un boom de préstamos hipotecarios a las familias... Cerca de dos tercios del negocio bancario actual consiste en la intermediación del ahorro de las familias para compras inmobiliarias. A comienzos del siglo XX los préstamos hipotecarios suponían menos de un tercio de los préstamos bancarios" (Jordá, Schularik y Taylor, 2014, p. 40).

Las consecuencias de la crisis financiera han inducido a revisar las ideas existentes respecto al endeudamiento. El pensamiento dominante hasta entonces, con Greenspan ⁴ a la cabeza, lo consideraba impulsor del crecimiento económico; la magnitud venía determinada por las decisiones de los agentes según su capacidad de hacer frente a las obligaciones contraídas. Tras la crisis, diversas investigaciones se

⁴ Sobre la posición de Greenspan respecto al endeudamiento de los agentes ver Torrero (2013, p. 71).

plantean los límites al endeudamiento teniendo muy en cuenta sus efectos sobre la inestabilidad de los sistemas financieros ⁵.

La cuantía del endeudamiento de los agentes en relación a la capacidad de pago estimada es un asunto central en el pensamiento de Minsky. Recientemente Turner (2013, 2014) se ha planteado las consecuencias del aumento del crédito teniendo en cuenta su destino, poniendo en cuestión los supuestos aceptados hasta ahora. En particular, la deuda puede ser excesiva y perjudicial; en las economías avanzadas el proceso no fluye solamente asignando los excedentes de ahorro de las familias a las empresas; y la mayor parte del crédito no es para financiar inversiones, sino para consumir por encima de la capacidad de renta, o para la compra de activos. Señala Turner:

"De esta forma, en tanto que los contratos de deuda desempeñan un papel positivo en una economía, también pueden producir perjuicios... la relación entre endeudamiento y crecimiento no es lineal ni sin límites. La relación es probablemente como un "U invertida" con un efecto positivo hasta un determinado nivel para transformarse en negativo a partir del mismo" (2014, p. 9).

La financialización, como ya he dicho, es un proceso de una duración dilatada; no se trata de una reacción concreta antes una modificación determinada sino de un conjunto de hechos que coadyuvan en la conformación de la tendencia. Un aspecto muy importante es que en ese largo período de tiempo la financialización aparece como algo positivo, tanto para ampliar la capacidad de elección de las familias como por el impulso que imprime al crecimiento económico. En varias ocasiones he comparado el proceso de endeudamiento de las familias con el consumo de estupefacientes. Los efectos placenteros de la primera etapa no deben ocultar los desequilibrios y servidumbres posteriores. No obstante, como ha advertido Palley en la cita transcrita anteriormente, esas características implican serios problemas para adoptar decisiones políticas que frenen el proceso.

3.1 Nuevo marco económico

En los quince años que precedieron al estallido de la crisis se produjo una aceleración de la tendencia a un mayor endeudamiento, en un entorno de tipos de interés bajos y gran liquidez que implicó el aumento de los riesgos asumidos por los agentes económicos. Se apunta, además de los bajos tipos de interés, a la entrada masiva de capital exterior en los Estados Unidos y a la política oficial de apoyo y subsidio a la vivienda en propiedad. La liquidez, los tipos bajos y el propio crecimiento económico impulsaron la búsqueda de nuevas oportunidades de inversión que se concretaron en el mercado de la vivienda, donde fue posible la creación de productos de inversión alentados por la firmeza de los precios inmobiliarios.

⁵ Cecchetti, Mohanty y Zampolli (2011) y Reinhart, Reinhart y Rogoff (2012).

Según Krippner (2011, p. 15) tres cambios interrelacionados alteraban el entorno macroeconómico, lo que impulsó a las finanzas a situarse en el centro de la economía de los Estados Unidos: 1) la desregulación de los mercados financieros que se produjo de forma sostenida en la década de los setenta y que se culminaría en la de los ochenta; 2) la dependencia creciente del capital exterior para cubrir los déficits públicos en los primeros ochenta; y 3) el cambio radical en la política monetaria iniciado con las decisiones monetarias de Volcker en Octubre de 1979.

La década de los 1970 estuvo presidida por la inflación en los Estados Unidos, que provocó desconfianza en el dólar y el final de la organización gestada en Bretton Woods. La inflación sostenida implica la lucha de los distintos grupos sociales por no perder posiciones en la distribución de la renta, pero en la medida en que la dinámica continúa, la inflación también puede servir para solventar transitoriamente conflictos, evitando una confrontación más directa entre los grupos en pugna. En otro sentido, la inflación favorece la inhibición del Estado: los gastos sociales pueden incrementarse en términos nominales en tanto que el alza de los precios erosiona el valor real de las obligaciones a su cargo. El acceso de las familias a las finanzas ofrecía una salida a esta crisis de los setenta evitando un ajuste inmediato y más doloroso (Krippner, 2011, pp. 15, 17).

La elevación de la deuda en las familias se ha considerado como la consecuencia de la creciente desigualdad en la distribución de la renta:

"Mediante la deuda de las familias, los bajos salarios han podido coexistir con niveles relativamente altos de demanda agregada, proporcionando una solución a la contradicción entre la necesidad de niveles altos y crecientes de consumo, para sostener la producción real, y una estructura de condiciones antagónicas en la distribución que mantenía dentro de límites la renta real de la mayor parte de la sociedad" (Barba y Pivetti, 2009, p. 113).

El aumento del endeudamiento de las familias ha sido un medio para neutralizar el impacto negativo sobre el consumo derivado de la mayor desigualdad de la renta. En este entorno, la desregulación financiera y los bajos tipos de interés son factores que ha hecho posible la sustitución de salarios por préstamos. La crisis financiera ha puesto en evidencia que ese proceso de sustitución tenía el límite de la masa de endeudamiento de las familias (Imperia y Maffeo, 2009, p. 2).

Es importante el papel jugado por el incremento del precio de la vivienda, así como la posibilidad creciente de monetizar las plusvalías que han ofrecido las innovaciones financieras del mercado hipotecario. Una parte sustancial de la demanda de consumo de las familias ha sido atendido por el suministro de liquidez procedente de la negociación de hipotecas (Brown, 2007, p. 446).

3.2 El cambio en las ideas económicas

Keynes nos advirtió en la Teoría General de la trascendencia de las ideas en economía que llegan a ser más importantes que la actuación de los grupos de presión. La evolución de las finanzas en las últimas décadas corrobora la observación del economista inglés. Naturalmente, cuando se aúnan las ideas y los intereses, la presión se hace mucho más intensa; Blinder (2000, p. 18) señala como los grupos de presión aprovecharon las nuevas ideas de los economistas para impulsar la privatización de la Seguridad Social.

La publicación del libro de Berle and Means (1932) es un hito en el análisis de las relaciones entre directivos y accionistas, y vió la luz en plena fiebre reformista del *New Deal* con el que los autores colaboraron muy activamente. Su exposición de la nueva situación de dominio de los directivos sobre millones de accionistas individuales no constituía una denuncia de su indefensión ni una reivindicación del poder de la propiedad. Como han señalado Erturk et al:

"Pero ellos (Berle y Means) de manera explícita no recomendaron ni la subordinación de la corporación a los intereses de los accionistas ni la incentivación de los directivos para que actuaran en su defensa. Sin duda su visión fue la aseveración de una 'comunidad de intereses' que las políticas del New Deal tendrían que imponer a costa de los ingresos de la propiedad pasiva de los rentistas y del control de la posición de los directivos" (2008, p. 47).

Los autores antes citados precisan que la agenda liberal de las reformas del capitalismo en las décadas de 1920 y 1930 partían del principio de limitar los ingresos de los rentistas. Justo lo contrario del principio actual de reforzar los derechos de los accionistas, para el mejor funcionamiento de la economía y una asignación más eficiente de los recursos.

La década de los años 1960 es, utilizando una expresión de Dore (2000, p. 11), la época dorada del capitalismo de los managers que arbitraban entre los diferentes intereses que confluían en la corporación (*stakeholders*) asumiendo la responsabilidad de su ordenación.

En la década de los setenta se produce la aportación clave de Jensen y Meckling (1976) que sería el banderín de enganche de la contrarrevolución en las relaciones entre *managers*, *stakeholders* y accionistas. El mensaje es nítido y claro: el único objetivo de los managers debe ser la maximización del valor en el mercado de las acciones de la empresa: "Dicho con brevedad, la maximización del valor implica que los managers deberían tomar todas las decisiones en orden a incrementar el valor de mercado de la empresa a largo plazo" (Jensen, 2001, p. 299, subrayado de Jensen).

Es importante el énfasis de Jensen en el largo plazo; no se trata de revertir una tendencia que podía haber producido algún tipo de disfunción; se trata de cambiar la óptica por completo para situar al accionista como único inspirador de las decisiones empresariales. El cambio de orientación debe perseverar en el largo plazo:

"Las empresas, los sistemas de gestión, y los sistemas económicos son también como organismos, pero el test de supervivencia opera a menudo con un largo desfase temporal. El desafortunado experimento socialista y comunista duró 70 años antes de su caída. General Motors ha estado en vía de extinción desde los 1970, y aún continúa" (Ibidem, p. 315).

El mercado tiene que ser el garante de que el objetivo se consiga, disciplinando y relevando a los que no cumplan adecuadamente el mandato. El mecanismo ha de ser facilitar las adquisiciones de las empresas infravaloradas respecto a su potencial en el mercado bursátil:

"Si se acepta el supuesto de que los accionistas son el componente más importante de la moderna corporación, entonces las fusiones y adquisiciones tienen sentido, puesto que incrementan el valor de las acciones de la compañía objeto de la operación" (Jensen, 1984, p. 109).

Estas ideas de la primacía y aún de la exclusividad del interés de los accionistas medido por la cotización de las acciones, impulsaron los movimientos corporativos en los primeros años de la década de 1980. Encontraban un campo abonado puesto que la inflación de la década de 1970 tuvo el efecto contradictorio de revalorizar en términos nominales los activos de las empresas (plantas y equipos), en tanto bajaban las cotizaciones bursátiles, con el resultado de que el valor en libros de muchas empresas superaba la capitalización bursátil. En este entorno, el negocio consistía en comprar empresas con cotizaciones deprimidas y vender los activos.

También en la década de los setenta se impone la teoría de los mercados eficientes (EMH) ⁶ que postula que la cotización de una acción recoge la información disponible. Los mercados financieros incorporan la información dispersa y estima la prospectiva:

"El resultado es que la cotización de una acción es la mejor guía disponible para evaluar las consecuencias de las políticas de la empresa, una brújula que indica a los que están dentro y fuera de la empresa si las cosas van en la dirección adecuada. Esta doctrina proporciona una guía convincente para reorientar a las empresas hacia el interés de los accionistas. Los mercados financieros saben

⁶ El exponente principal de esta teoría es E.F. Fama. Las aportaciones de Fama son muy numerosas y la literatura en torno a la EMH es extraordinariamente copiosa. El lector interesado puede recurrir a Fama (1970; 1991).

más cosas que los ejecutivos o banqueros; en consecuencia lo mejor es esperar al juicio que emitan” (G. Davis, 2009, p. 20).

Lo que propone esta visión de la economía es la entronización de los mercados como guía de actuación y fuente de disciplina con una base individualista como referencia clave. Los mercados se imponen sobre la sociedad. En los 1980, M. Thatcher declaraba que no existía esa “sociedad”; ella veía solo comportamientos e intereses individuales. Aproximadamente al mismo tiempo R. Reagan apuntaba que el gobierno era el problema, no la solución (Abolafia, 2010, p. 193).

De esta forma, a partir de la década de los ochenta se fue imponiendo la idea de que las empresas deberían ser gestionadas y guiadas por los intereses de los accionistas. En la segunda mitad de esa década y en los primeros noventa la idea fue ganando aceptación en el mundo académico y legal de los Estados Unidos. Los directivos deberían considerarse como “agentes” de los accionistas que eran los auténticos “propietarios”. La idea de la empresa considerada como un conjunto de activos (*bundle of assets*) es atractiva, además, para los estudiosos del derecho y de la economía puesto que encaja de forma más clara con la teoría neoclásica, que el predominio de los managers o su responsabilidad respecto a diversos intereses (Blair, 1998, p. 195).

En definitiva, la EMH ha sido transformada en el principio organizativo de una sociedad en la cual el capital financiero es el pilar central antes que el agente de apoyo a la economía (Abolafia, 2010, p. 192).

En el 2013 Fama y Shiller compartieron el premio Nobel. Produjo cierta sorpresa que Shiller, seguramente el crítico más duro con la EMH desde la década de los 1980 (Shiller, 1981), apareciera junto a Fama, el campeón de la EMH. No fue esa la impresión que la noticia me produjo. En efecto, las ideas de ambos se oponían frontalmente en cuanto a la validez de la teoría, pero no porque Shiller dedujera de su crítica una posición escéptica respecto a la validez de los mercados financieros y postulara límites a la liberalización, al autocontrol de los mercados o a la presencia excesiva de las finanzas en el sistema económico (financiarización).

La crítica de Shiller se orienta hacia la escasa cobertura que prestaban los mercados a los aspectos básicos de la vida⁷, puesto que los riesgos negociados en los mercados en la actualidad son una pequeña fracción de los asumidos por los agentes económicos. Riesgos tales como la pérdida del empleo, la desigualdad de la renta, o el crecimiento económico son, según Shiller, susceptibles de normalización y contratación en mercados organizados. Las finanzas deben ser democratizadas y puestas al alcance de los agentes. Como apunta significativamente: “Necesitamos democratizar las finanzas y extender

⁷ La obra de Shiller es muy copiosa. A los efectos de esta conferencia destacaría los trabajos de 1989, 1993, 2003 y 2012.

las ventajas que disfrutaban los clientes de Wall Street a los compradores de Wal-Mart" (2003, p. 1).

Shiller mantiene sus ideas pese a la crisis financiera que se produce en el 2007, que considera una oportunidad para profundizar y extender las finanzas:

"Pese a la crisis actual, las finanzas modernas han producido logros históricos en décadas recientes y sirven como un poderoso motor del crecimiento económico, desde el respaldo de los nuevos negocios en el sector privado hasta el apoyo de la investigación en las universidades y la construcción de escuelas y hospitales en el sector público" (2008, p. 10).

De manera que la censura de Shiller a la teoría de los mercados eficientes no es porque critique al mercado como institución; muy al contrario, considera que los mercados existentes son insuficientes para atender las necesidades de los agentes:

"Cualquiera que haya leído mis trabajos sobre la volatilidad de los mercados financieros, y sobre las modas y manías que interfieren a menudo con el funcionamiento de esos mercados, puede creer que estoy entre los escépticos de nuevos mercados y puede parecerle inconsistente que los proponga. Sin embargo, realmente no hay inconsistencia. Nunca he propugnado la desaparición de ninguno de los mercados financieros que existen, de manera que no hay razón alguna por la que debería oponerme al establecimiento de nuevos mercados" (1993, p. 202).

Shiller considera la hipótesis de los mercados eficientes (EMH) uno de los mayores errores de la historia del pensamiento económico, en contraste con la apasionada defensa de Jensen: "Creo que no hay ninguna proposición en economía que tenga un soporte de evidencia empírica más sólida que la EMH" (1978, p. 95).

La crítica de Shiller se orienta en dos direcciones: en primer lugar, la EMH dificulta que se puedan apreciar los excesos de los mercados y la formación de burbujas:

"La teoría de que los mercados financieros son muy eficientes y las investigaciones sobre esta teoría forman parte de la corriente intelectual dominante en contra de la idea de que los mercados son vulnerables a excesivas exuberancias o burbujas" (2000, p. 171).

Por eso Shiller ha reclamado la primacía de la expresión "exuberancia irracional" atribuida a Greenspan en 1996.

En segundo término, la EMH pone el acento en la diversificación de las carteras como factor fundamental para la medición y reducción del

riesgo, lo cual inhibe el análisis específico de la situación de las empresas y del mercado (Shiller, 2001, p. 7); la indiscriminación impide el análisis y está en contra de la selección racional de las oportunidades de inversión. En consecuencia, afirma que si la EMH fuera cierta los gestores profesionales de inversión serían un fraude (Shiller, 2012, p. 28).

La insistencia de Shiller en estudiar el comportamiento real de los agentes y de los mercados (*behavioural economics*), incluidos los excesos, las burbujas, y las modas, le llevan a reivindicar la idea de Keynes de los "animal spirits", y a proponer que se incorporen esos comportamientos reales como fuente de investigación y regulación. En su libro (con Akerlof) apunta:

"El problema real que hemos revisado repetidamente en estas páginas es la sabiduría convencional que sirve de soporte a la teoría económica actual. Muchos miembros de la profesión macroeconómica y de las finanzas han ido demasiado lejos en la dirección de "expectativas racionales" y "mercados eficientes" y no han advertido los elementos dinámicos más importantes que provocan las crisis económicas. No incorporar los "animal spirits" en el modelo nos impide ver la fuente real del problema" (Akerlof y Shiller, 2009, p. 167).

No debe esperarse del libro de Akerlof y Shiller que extienda el análisis de la Teoría General al contenido del libro, o que propongan una actualización de sus opiniones sobre las finanzas con ocasión de la crisis financiera. Mirowski ha subrayado: "redujeron el mensaje de la Teoría General de Keynes a la proposición de que la gente se vuelve un tanto irracional de vez en cuando, y de este modo impulsa al sistema para que se aleje del equilibrio pleno general neoclásico..." (2013, p. 345).

El análisis de Shiller me parece convincente en cuanto a la falta de realismo de la EMH; también comparto la idea de que el estudio de situaciones concretas, conectado a la realidad, posibilita mejor la selección de inversiones y la asignación de recursos; es en definitiva mucho más eficiente que la diversificación inspirada en la EMH.

Discrepo parcialmente, sin embargo, del apoyo que busca en Keynes para reafirmar sus propias convicciones respecto al funcionamiento de los mercados organizados. Es cierto que Keynes consideraba el estudio de la situación económica y de las empresas como la óptica deseable tanto para el inversionista individual como para institucional, pero no me parece que Keynes valorara como la vía óptima la extensión de los mercados organizados para hacer posible la cobertura del mayor número posible de riesgos dotando de liquidez a las distintas opciones.

La liquidez de los mercados organizados, para Keynes, es el atributo indispensable que los hace posible; pero esa liquidez la considera como una servidumbre puesto que estaba dominada por los "animal spirits" y

era susceptible de generar inestabilidad en las finanzas y en la economía⁸. No está de más recordar la cautela de Keynes sobre la inversión cuando ésta depende de la veleidad de mercados funcionando como un casino.

La crisis financiera ha sembrado serias dudas respecto a la bondad de las innovaciones y de la liquidez. Gennaioli et. al. (2010) han argumentado que se considera normalmente la liquidez como un atributo socialmente positivo, pero hay que tener en cuenta el riesgo sistémico que comporta el apalancamiento y las ventas en momentos de pánico:

"Aunque reconocemos lo positivo de la innovación financiera, nuestra posición es más escéptica sobre el valor social de la creación de liquidez cuando los inversores no tienen en cuenta ciertos riesgos. En ese entorno, las emisiones pueden ser excesivas y provocar fragilidad y pérdidas de bienestar, incluso sin apalancamiento" (p. 7).

De manera que las ideas de Shiller en cuanto a la crítica de la EMH puede decirse que tienen un alto grado de aceptación. No ocurre lo mismo con la otra idea fuerza de extender al dominio de los mercados organizados para la cobertura de todo tipo de riesgos. Por último, apuntaré que la crisis financiera actual iniciada en el 2007, no desanima a Shiller, como he señalado, que piensa que es una oportunidad para profundizar en las finanzas y extender el ámbito de su aplicación (2008, p. 10). Los "accidentes", nos dice, son inevitables en el camino del progreso; todas las innovaciones que con el tiempo se han hecho imprescindibles, considérese la aviación, por ejemplo, han sufrido percances hasta que la tecnología se ha ido perfeccionando.

Esta visión un tanto mecanicista de la innovación financiera ha sido duramente criticada. En economía no hay una separación radical entre las medidas que se adoptan y la realidad a la que se aplican; la actuación y las ideas de los agentes inciden sobre el marco en el cual se desarrolla la actividad financiera. Soros ha insistido en el fenómeno de la "reflexividad" sobre la interacción de las actuaciones de los agentes y los mercados e instituciones financieras. Como ha sintetizado G. Davis, la economía es todavía una ciencia social, y las finanzas una tecnología social (2009, p. 57, subrayado de G. Davis). Por su parte Lo considera la extensión de las finanzas preconizadas por Shiller como laudable pero casi utópica (2012, p. 7).

Para contrarrestar la frecuencia e intensidad de las perturbaciones financieras, Shiller propone una mayor implicación del gobierno en el diseño y autorización de los productos financieros como hacen las agencias reguladoras de los productos sanitarios o de consumo, y

⁸ El lector interesado por estas cuestiones puede recurrir a Torrero (1998, 2013).

también el establecimiento de subsidios para favorecer la formación financiera de los menos favorecidos. A éste último aspecto le prestaré atención más adelante al tratar de las decisiones de inversión de las familias.

La recensión de Ross (2004) del libro de Shiller (*The New Financial Order*, 2003) es muy dura; téngase en cuenta que la escribe tres años antes de la crisis financiera:

"Los economistas deberían aprender una lección de Hipócrates –al menos, no hacer daño-. Con la explosión de innovaciones privadas en los mercados financieros, la tarea de los que proponen reformas para convencernos de sus mejoras, y de diseñar una hoja de ruta para las innovaciones financieras, es más ardua que en el pasado. Hay una arrogancia inherente en el argumento de que los mercados financieros son insuficientes para atender a las necesidades económicas cuando el comercio mundial de derivados es de 100 billones de dólares. Hay una gran abundancia de contratos disponibles y sobreviven porque sus resultados están correlacionados con el riesgo y la preocupación directa de los participantes en el mercado... Confiaré al test del mercado que decida quién es el mejor banquero de inversión: el economista como ingeniero social o aquellos que trabajan para ganarse la vida" (Ross, 2004, pp. 1099 y 1101).

En un trabajo dedicado a revisar la utilidad de las innovaciones financieras Litan (2010) examina las propuestas de Shiller de extensión de las finanzas con un punto de escepticismo. Se plantea Litan que es lícito preguntar: "¿Si son buenas ideas y si tan claramente cubren necesidades que los individuos desean atender, porque el mercado no ha creado esos instrumentos?" (p. 43). La evaluación por Litan de las distintas innovaciones financieras arroja un balance equilibrado; no es el desdén de Volcker ⁹ pero tampoco la convicción generalmente sostenida hasta la crisis del 2007 de la bondad, por principio, de las innovaciones en finanzas; ahora se duda de que todas sean buenas.

En su artículo dedicado a revisar 21 libros sobre la crisis financiera, Lo (2012, p. 13, 14) emplea la expresión "Anglosphere" al comentar la obra de dos economistas australianos. Con este término alude a las experiencias similares en países de lengua inglesa en temas tales como titulización, sistemas de banca en la sombra, boom inmobiliario y remuneración de los directivos. Las instituciones, ideas y acontecimientos de la "Anglosphere" son de extraordinaria importancia. Esto no significa un mimetismo completo de otros países con la influencia dominante. En otras naciones, la incidencia y la aceptación tienen una importancia parcial, subsistiendo la idiosincrasia reflejo de su evolución histórica.

⁹ Según Volcker la única innovación financiera realmente útil ha sido la de los cajeros automáticos. Ver Torrero (2013, p. 57).

La relación entre directivos de empresas y los accionistas tiene peculiaridades propias en Alemania, donde la cultura empresarial tiene un ámbito mucho más amplio de responsabilidad. Hellwig (2000) reproduce la opinión de un banquero alemán:

"Los accionistas son estúpidos e impertinentes –estúpidos porque entregan su dinero a cualquiera sin un control efectivo de lo que esta persona está haciendo con él, e impertinentes porque reclaman un dividendo como recompensa por su estrategia-"(p. 209).

Añade Hellwig que se llega al colmo de la impertinencia cuando accionistas exteriores opuestos a los directivos intentan, pese a todo, ejercer algún control.

En Alemania la extensión y la aceptación de la primacía del interés de los accionistas está condicionada por el escaso número de empresas que cotizan en bolsa, en comparación con los países anglosajones. Esta estructura de la propiedad todavía soporta orientaciones diferentes a la preponderancia del accionista. Jürgens, Nauman y Rupp (2000, p. 59, 75) consideran que la incidencia del accionista es aún marginal, aunque se advierte un peso creciente de las instituciones de inversión colectiva presionando en esa dirección.

Aunque el número de sociedades cotizadas en Japón es muy superior al de Alemania, la cultura empresarial sigue impregnada del sentido de la responsabilidad con otros colectivos aparte de los accionistas. G. Davis (2009, p. 241) recoge parte del discurso del Viceministro de Economía, Comercio e Industria que en el 2008 calificaba a las accionistas de "estúpidos, codiciosos, adúlteros, irresponsables y amenazadores... Son el tipo de personas que venden las acciones si pierden la cabeza".

De manera que el predominio del accionista es una idea difundida, más aceptada en los países anglosajones que en otras naciones. Como señala G. Davis nadie describiría Alemania, India o Brasil como una "portfolio societies". *Portfolio thinking* parece ser una peculiaridad ligada a la organización económica específica de los Estados Unidos (Ibidem, p. 242).

3.3 El cambio en el comportamiento de las empresas

En un libro sugestivo, repetidamente citado aquí, G. Davis (2009) detalla el gran cambio que se ha producido en la sociedad norteamericana. En el siglo XX la sociedad estaba organizada en torno a las grandes corporaciones, particularmente manufactureras y su forma de hacer negocios impregnaba los distintos aspectos de la vida social. Ahora, y de forma creciente, la sociedad se organiza en torno a las finanzas, no de una manera exclusiva en los bancos de Wall Street, sino de las finanzas como modelo de funcionamiento (pp. xviii).

El triunfo de las finanzas se caracteriza por el predominio de la especulación sobre la producción; el vector claro es la gestión de los negocios enfocada, como he expuesto, hacía el precio de las acciones. Para el inversor medio, antes de la primera guerra mundial, la posesión de acciones se consideraba un medio para obtener una rentabilidad regular manteniendo el valor de la inversión. En la década de 1920 el incremento de la contratación bursátil, en un mercado de volatilidad creciente, tuvo lugar al tiempo que aumentaba la inversión en acciones basada en la apreciación de los títulos, con el final bien conocido de la fiebre especulativa de Wall Street y su abrupto término que sería el heraldo de la Gran Depresión.

Como ha precisado Mitchell (2008):

"Ciertamente la especulación ha sido parte de los mercados de capital y de materias primas de América desde que han existido. Pero en tanto que cualquiera podía especular en el mercado y a menudo lo hiciera, como hemos visto, para la mayoría de la gente era un lugar para invertir" (p. 206).

Con la Gran Depresión se aplacó la fiebre especulativa durante los cincuenta años siguientes. Hasta comienzos de la década de 1970 tiene lugar un período conocido como la "era de los managers" en la cual los directivos de las empresas mantuvieron el control al margen de los accionistas. En la década de los setenta colapsó el dominio de los managers y cobra protagonismo el mercado de acciones (Ibidem, pp. 271, 275).

Como consecuencia de la gran concentración de activos que se produjo durante la Segunda Guerra Mundial, se dictó la Ley anti-fusiones de 1950 que impedía las fusiones entre industrias similares o con proveedores importantes. Las empresas que deseaban crecer vieron la posibilidad de hacerlo rápidamente mediante adquisiciones fuera de su sector. Las nuevas herramientas financieras y el desarrollo de la organización multi-división permitieron la compra y la gestión de empresas. El resultado fue un boom durante los años 1960 que generó una clase nueva de empresa: el conglomerado diversificado (G. Davis, 2009, p. 78).

La fiebre de los conglomerados fue el punto álgido del dominio de los managers. El argumento esencial de éstos fue la reducción del riesgo mediante la diversificación sectorial; los resultados fueron decepcionantes y provocaron una vuelta a las virtudes de la especialización. Había quedado de manifiesto que la construcción de imperios diversificados atendía más a los propios intereses de los directivos que perseguían maximizar el tamaño de las corporaciones antes que los beneficios. Ante esa evidencia, se volvió al énfasis en la cuenta de resultados como medida para juzgar el éxito de la gestión (Dobbin and Jung, 2010, p. 30).

La década de los 1980 sería la de las OPAS¹⁰. Por una parte la Administración Reagan suavizó los controles anti-trust sobre las fusiones intra-industriales en 1982; por otra, la creación de instrumentos financieros como los bonos basura (*junk bond*) hicieron posible una ola de fusiones y adquisiciones que modificó sustancialmente el panorama económico y empresarial (Krippner, 2011, p. 8, 9).

"El dominio excesivo de las finanzas sobre la industria comenzó durante la década de las OPAS de 1980, cuando esas operaciones fueron un recurso extremo para satisfacer la demanda de los accionistas que buscaban la maximización de beneficios a corto plazo, al comprarse las empresas por un precio sustancialmente más alto que el de mercado. Los accionistas comenzaron a invertir con la esperanza de descubrir el próximo objetivo de la OPA" (Ibidem, p. 276).

El arsenal de instrumentos que configuraría la nueva situación, se completaría con la modificación por el Congreso en 1993 de las condiciones fiscales para facilitar que las empresas compensaran a sus ejecutivos con las opciones de compra de acciones (*stock options*). Los intereses de los directivos parecían ya alinearse con los de los accionistas, sustituyendo a individuos y familias que con sus inversiones a largo plazo habían controlado a las empresas en la era de los managers.

Sin embargo, los directivos aceptaron sólo parcialmente las medidas propuestas por los teóricos para alinear sus intereses con los de sus accionistas. Los estímulos aconsejados fueron: las opciones sobre acciones; la corrección de los excesos de diversificación de las corporaciones y la vuelta a la especialización; la financiación basada en el endeudamiento; y la elección de independientes en los consejos de administración. De esas medidas, las opciones sobre acciones presuponían la permanencia de los directivos como accionistas, lo que no se cumplió en absoluto. Conviene tener en cuenta que los directivos participaban en los beneficios, pero no asumían las pérdidas (Dobbin and Jung, 2010, p. 29, 37). De hecho los directivos fueron los accionistas impacientes del mercado (G. Davis, 2009, p. 277).

Un observador, muy cualificado, del proceso señala:

"Dado que las opciones sobre acciones son una gran parte de su remuneración, los directivos gestionan sus empresas no por los beneficios a largo plazo sino por los efectos a corto plazo de la rentabilidad de los recursos propios. Obtienen el resultado deseado recomprando las empresas sus propias acciones de manera que se reduzca el capital, y suban las cotizaciones y los márgenes de

¹⁰ Oferta Pública de Adquisición de Acciones.

beneficio... En esencia, los directivos son recompensados por extraer rentas en el corto plazo, perjudicando a sus empresas. Una consecuencia es que las empresas de Estados Unidos y el Reino Unido están subiendo su apalancamiento, no reduciéndolo, como muchos suponen" (Wolf, 2013, pp. xi, xii).

De manera que el horizonte temporal de las empresas no financieras se alteró significativamente con la nueva situación orientándose hacia el corto plazo. Si con anterioridad a la década de los 1980 se invertía con beneficios retenidos, en proyectos con rentabilidad estimada a largo plazo, la relación entre empresas y mercados financieros se transformó de manera fundamental; ahora la estrategia corporativa se configuraba en torno a la distribución de una mayor parte de los beneficios (Orhangazi, 2009, p. 128).

La participación en los beneficios de las empresas financieras respecto al conjunto de las empresas se ha incrementado de forma importante en las tres últimas décadas¹¹. Las estimaciones realizadas (en torno al 40% en 2001), aunque impresionen no recogen el total de beneficios de las actividades financieras de las empresas no financieras, que tienen cada vez mayor dependencia de los ingresos por finanzas como suplemento de las actividades productivas tradicionales (Krippner, 2011, p. 3).

La autora citada ha destacado como en las décadas de 1980 y 1990 los ingresos procedentes de las tenencias de títulos en el activo del balance de las empresas (intereses, dividendos y ganancias de capital), en relación a los totales, se situaban entre tres y cinco veces respecto a los niveles alcanzados en los decenios de 1950 y 1960 (Krippner, 2005, p. 199).

La financialización ha cambiado el comportamiento de las empresas introduciendo las finanzas en sus decisiones claves:

"La financialización tiene dos aspectos. Por una parte, las empresas no financieras aumentan sus inversiones financieras en relación a las reales con lo que una porción creciente de sus beneficios proviene de fuentes financieras. Por otra, las empresas están bajo una presión creciente de los mercados financieros para que incrementen la retribución a esos mercados. De ahí que las empresas transfieran una parte mayor en forma de dividendos y de recompra de acciones, además de los pagos por intereses" (Orhangazi, 2008, p. 882).

La financialización de las empresas ha tenido lugar al tiempo que se ha reducido el peso y la influencia en la sociedad de un conjunto de líderes, al frente de empresas manufactureras y de grandes bancos,

¹¹ El lector interesado en el tema puede recurrir al apartado: "Sistema Financiero y Productividad Económica", en Torrero (2013).

que actuaban como faro y también como moderadores de la vida social. A este fenómeno Mizruchi (2010) lo ha denominado "el declive de la élite empresarial americana". Este grupo experimentó su primera crisis en la década de 1970 afectado por el aumento de la competencia internacional, la espiral inflacionista y la crisis energética. El declive continuó en la década de 1980, y en la siguiente su influencia como grupo prácticamente desapareció. En este proceso, acompañado de un descenso en la rentabilidad de sus empresas, buscaron una fuente alternativa de inversión y se centraron en la actividad financiera (Ibidem, pp. 105, 107).

El liderazgo moderador de esta élite se apoyaba en tres circunstancias específicas: un Estado relativamente activo; fuerzas sindicales también relativamente poderosas; y una comunidad financiera cuyos intereses trascendían de los específicos de sus empresas o del sector (Ibidem, pp. 115, 119).

A mediados de la década de 1980 estas tres condiciones perdieron vigor: el Estado redujo su papel como regulador de actividades empresariales, en particular respecto a la lucha contra posiciones monopolistas; el movimiento sindical también perdió fuerza centrándose en los empleados públicos; por último la banca comercial, acuciada por el incremento de la competencia provocado por la desregulación, fue centrando sus actividades en las propias de la banca de inversión, con mayor conexión con los mercados, más inmediatez en los beneficios, y menos grado de compromiso con su clientela. La losa final fue la abolición por el Congreso de la Ley Glass-Steagall en 1999 (Ibidem, p. 123).

En la década de los ochenta, la fiebre de las operaciones corporativas debilitaron la posición de los directivos que, además, sufrían la presión creciente de la inversión institucional, cada vez más importante como accionista y con mayor implicación en el control de la gestión empresarial (Ibidem, p. 126).

Como ha sintetizado G. Davis (2009, pp. 237, 238), en los últimos años del pasado siglo, se había llegado a un consenso generalizado de que la empresa existe para aumentar la riqueza de sus accionistas. Como consecuencia, la organización de la empresa tendía a ser crecientemente dispersa, sería ya más que una organización social, una red de contratos (*nexus of contracts*).

Acompañando a las mutaciones que tienen lugar en el mundo de las empresas se produjo una tendencia a que las pensiones y las atenciones sociales, se situen fuera de su ámbito. La pérdida de significación económica y social de las grandes firmas manufactureras, la reducción de sus beneficios debido a la creciente competencia internacional, y la mayor movilidad de los empleados forzaron la reducción de los compromisos reflejados históricamente en los planes de pensiones con beneficios específicos integrados en las empresas. En

cambio, ganaron importancia creciente los planes individuales externos en los cuáles las decisiones de los beneficiarios determinaban ya la cuantía de las prestaciones.

"Hace dos décadas, la estructura de los planes de jubilación privados comenzó a cambiar. Las compañías abandonaron los planes de pensiones de prestaciones definidas (defined-benefit plans) y adoptaron los planes de pensiones de aportaciones definidas (defined-contribution plans). El tradicional plan de pensiones de prestaciones definidas, un plan gestionado por las compañías por el que a los jubilados se les promete una pensión en función de su salario en el pasado y de los años de servicio, fue perdiendo predominio en favor de los planes de pensiones de aportaciones definidas, en los que los empleados de forma regular traspasan ahorros a cuentas de ahorro colectivas denominadas 401¹², controlando éstos sus propias inversiones. Este cambio supuso una transferencia enorme de los rendimientos de la inversión, del riesgo de la inversión, y del coste de la inversión, de las compañías a los particulares quienes fueron asumiendo cada vez más la responsabilidad por las prestaciones de su jubilación" (Bogle (2005a) p. 122).

De manera que cobran un protagonismo creciente los planes de pensiones individuales 401 (K) invertidos en la bolsa, que responsabilizan al individuo de su propio destino. "Las finanzas se han convertido en la nueva religión americana" (G. Davis, 2011, p. xiv). Este asunto, que constituye el punto central de este trabajo será abordado con detalle más adelante. Avanzaré ahora que una parte fundamental de las decisiones de inversión de las familias se realiza a través de la inversión institucional (principalmente Fondos de Inversión y Fondos de Pensiones) gestionada por directivos cuya suerte profesional también depende de la evolución de la bolsa, o, para ser más precisos, de la comparación entre la rentabilidad que consigan de las carteras a su cargo y la de los índices del conjunto del mercado.

En definitiva, podríamos considerar dos tipos de directivos cuyos salarios y suerte profesional dependen de la consideración que merezca su labor en el mercado bursátil. Por una parte, los directivos de las empresas cotizadas cuya remuneración salarial es cada vez menor, pero la ligada a los bonus según resultados, y sobre todo a los "stock options", tienen importancia creciente. En consecuencia, la recompra de acciones por parte de sus empresas, y los beneficios que puedan derivarse de fusiones o adquisiciones tienen una importancia relevante, puesto que esas operaciones afectan a la cotización de las acciones y, por tanto, determinan su remuneración.

¹² En los planes 401 (K) el empleado puede elegir entre recibir efectivo sujeto a impuestos o un bonus para constituir un plan de retiro con impuestos diferidos.

Por otra parte, los gestores profesionales de las instituciones de inversión son un colectivo de importancia creciente, con sus propias reglas y convenciones y cuyas remuneraciones también dependen de su eficiencia relativa respecto al mercado. De manera progresiva han asumido también la función de vigilancia y evaluación de los directivos de las empresas cotizadas. En determinadas circunstancias, los intereses de ambos tipos de directivos pueden estar enfrentados, pero hay dos puntos clave de coincidencia: para ambos el campo de juego son los mercados financieros; también los dos tienen intereses en que el proceso de financialización se mantenga (Dore, 2000, pp. 12, 13).

Esta creciente influencia de los accionistas institucionales, con capacidad de influir en los directivos de las empresas, supone un desplazamiento del centro del poder. Como señala expresivamente Sennet (2006):

"El surgimiento del sofisticado poder de los accionistas significaba que los generales que ocupaban los cargos de máxima responsabilidad en la cadena de mando no eran los generales que otrora fueran; una nueva fuente de poder lateral había emergido en la cima, a menudo literalmente extraña, o, en otros términos, indiferente a la cultura que las asociaciones y alianzas a largo plazo habían forjado en el seno de la corporación" (p. 3).

En el último artículo que publicó, Minsky (1996) advertía de la nueva situación y de sus consecuencias:

"El capitalismo en los Estados Unidos está ahora en una nueva etapa: "money manager capitalism" en la cual los que aparecen como propietarios de una gran proporción de instrumentos financieros son los fondos de inversión y de pensiones. La rentabilidad total de la cartera es el único criterio para juzgar la gestión (performance) de los managers de esos fondos, los cuales trasladan la presión hacia los directivos de las organizaciones empresariales. Esto hace del largo plazo un lujo que sólo pueden permitirse las compañías propiedad de un solo individuo o aquellas que no dependen en gran medida de la financiación externa" (p. 358).

A lo largo del siglo XX ha habido tres etapas importantes para la corporación americana. La primera fue la era del *capitalismo financiero* en los primeros años del siglo, en la que los banqueros ejercieron una influencia notable sobre las grandes empresas. La segunda, fue la era del *capitalismo de los managers* que tuvo lugar entre 1920-1980 en la cual las empresas independientes de las finanzas, gestionadas por directivos profesionales ejercieron gran influencia sobre las instituciones sociales. La tercera era fue la del *capitalismo de los accionistas* que se inicia con la ola de fusiones y adquisiciones de los ochenta, etapa calificada de post-industrial, y que continúa hasta hoy (G. Davis, 2009, pp. 62, 63).

Minsky y Whalen (1996) describen por su parte, cuatro etapas del capitalismo. La primera es la "comercial" en la cual la financiación externa se utilizaba fundamentalmente para el comercio; la segunda, la "industrial" en la cual los recursos eran empleados en inversiones de capital a largo plazo, etapa que termina con la depresión de 1929-1933; la tercera, la "paternalista" se desarrolla a partir del New Deal; por último, la del "money manager" se caracteriza por el dominio de los mercados financieros por los gestores de fondos. Se introduce en este estadio final un nuevo estrato de intermediación en la estructura financiera; como consecuencia, los líderes empresariales han sido crecientemente sensibles a la valoración bursátil de sus empresas (pp. 2-4).

En consonancia con la nueva situación creada de financiarización en las empresas no financieras e influencia creciente en la gestión de los accionistas institucionales, cobra cada vez mayor importancia la figura del director financiero (CFO)¹³. Davis (2005) cita un artículo de Altman en el New York Times en 2007 que refleja con precisión la posición clave del CFO en la organización empresarial:

"En la última década, conforme Wall Street demandaba informes de resultados más frecuentes y más orientaciones sobre las perspectivas de las compañías, los CFO actuaron como portavoces y a veces como vendedores, dirigiendo las conferencias para informar a los analistas y delegando a menudo en otros la trivial tarea de vigilar los números. Las empresas empezaron a reclutar abogados, banqueros de inversión y consultores para el puesto de CFO, más por su talento comercial que por su conocimiento técnico o integridad fiduciaria" (p. 194).

La función del CFO se transforma en clave, en la mano derecha del principal ejecutivo. Su tarea básica sería producir informes atractivos, presentarlos adecuadamente, y tener satisfechos a los inversores institucionales y a los analistas financieros (Ibidem, p. 194).

Boyer (2007, p. 17) ha puesto énfasis en destacar el cambio de orientación que tiene lugar en la organización y en los objetivos de las empresas con el ascenso de lo financiero al primer plano. El directivo tradicional encargado de la cooperación de varios accionistas y de optimizar la competitividad en el mercado de productos era ya menos importante que el CFO, cuya tarea fundamental es fortalecer la confianza de los inversores sobre el futuro de la corporación.

De manera que no pueden comprenderse los cambios que ha experimentado la gestión de la empresa sin recurrir al papel creciente de los inversores institucionales, que supeditan su visión de la empresa, a los objetivos de sus propios intereses, en el doble sentido de los

¹³ Chief Financial Officer (CFO).

beneficios de los inversores cuyos recursos administran y los suyos propios como profesionales, aunque existe una fuerte conexión entre ambos.

La demolición de la idea en favor de la diversificación sectorial como fórmula de crecimiento y de reducción del riesgo, vino acompañada, como ya he señalado, por el énfasis en promover como objetivo esencial el interés de los accionistas. Cuando éstos se configuran en torno a la inversión institucional, se pone en marcha una coalición de intereses desde el exterior de la empresa entre: 1) la supremacía de dichos gestores institucionales; 2) el poder de las firmas especializadas en fusiones y adquisiciones; y 3) la autoridad de los dictámenes y opiniones de los analistas financieros sobre la situación y perspectiva de las empresas.

Los tres grupos coinciden en situar el interés del accionista, esto es el precio de las acciones, en el centro del sistema, y esa prioridad es también la de cada uno; se da, pues, una identificación de objetivos dejando al margen los propios intereses de los directivos de las empresas que deben adaptar su comportamiento a la nueva situación. La conexión entre los tres grupos y los directivos de las empresas se establece mediante la dependencia de las opciones sobre acciones como la parte fundamental de su remuneración. Todo queda ya supeditado al valor bursátil de las empresas.

El gran cambio se consolida cuando los tres grupos se auto convencen de su papel benefactor y son capaces de definir los intereses de cada uno de ellos. Los tres grupos obtenían antes sus rentas de los grandes inversores; ahora, sin embargo, emergen como clientes fundamentales los planes de pensiones del americano medio y los fondos de otras instituciones, como, por ejemplo, las universitarias; todo lo cual no es obstáculo para que los gestores de las carteras obtengan remuneraciones de un nivel tal que hubieran parecido inconcebibles hace dos décadas.

Los tres grupos coinciden en su presión en contra de la diversificación de actividades de los conglomerados. A los especialistas en fusiones y adquisiciones la separación favorecía la identificación y valoración de las empresas objeto de sus operaciones; los inversores institucionales, al situar su objetivo en la cotización de las acciones, animaban a que las empresas se desprendieran de los negocios que eran una rémora a tal efecto.

En cuanto a los analistas financieros, la diversificación sectorial entorpecía su labor de análisis y la comparación de las valoraciones de las empresas cotizadas. La influencia creciente de sus opiniones y dictámenes es muy importante para la cotización de las acciones de las empresas, y para la remuneración de sus directivos. Esta dinámica conlleva que los ejecutivos presten especial atención a la función financiera y consideren atentamente las evaluaciones y proyecciones de

las beneficios estimados por los analistas financieros, que se constituyen así como una guía para la gestión, puesto que de la cotización de las acciones depende que los resultados de las empresas no defrauden las proyecciones formuladas por los analistas financieros.

Como señala D.E. Davis ¹⁴:

"Hay un tirano que aterroriza a casi todas las empresas cotizadas en los Estados Unidos: el informe trimestral de los beneficios. Este domina y distorsiona las decisiones de ejecutivos, analistas, inversores y auditores. Sin embargo, apenas dice nada de la situación del negocio. ¿Cómo un simple número puede asustar tanto? (p. 191).

4. LAS DECISIONES DE INVERSIÓN DE LAS FAMILIAS

4.1 La rentabilidad de los activos financieros. Breve referencia histórica.

Cuando los economistas buceamos en la historia, lo hacemos buscando pautas regulares de comportamiento y, sobre todo, inspiración para el análisis propio sobre cuál puede ser el comportamiento de las variables en el futuro. En ocasiones he señalado que ese ejercicio prueba nuestro desvalimiento. La experiencia nos dice que el futuro difiere de las pautas del pasado, pero, aun así, intentamos descubrir regularidades que suponemos con mayores visos de permanencia o más capacidad de predicción.

Especial prudencia es aconsejable si se trata de series históricas que cubren un gran espacio temporal y diversidad de países, como es el caso de la rentabilidad de los activos financieros que revisaré a continuación.

Los datos aportados por Siegel (2005a) cubren desde 1802 a 2004 para los Estados Unidos (cuadro nº 1). El estudio de Dimson et. al. (2002) (cuadros 2 y 3), abarca el siglo XX y ofrece información de 16 países. En ambos, se detallan cifras que corresponden a la rentabilidad de las acciones, bonos y deuda pública a corto plazo.

Teniendo en cuenta las limitaciones, Siegel señala: "Sin embargo, la historia es todo lo que tenemos. Y la historia debe tener valor, dado que nuestros cerebros están programados para aprender observando el pasado. Estudiar como los mercados han reaccionado en el pasado nos

¹⁴ La referencia a los tres colectivos aludida es una síntesis de la exposición de D.E. Davis (2005), pp. 183-194).

proporciona pistas de cómo se comportaran en el futuro” (2005 b, p. 169).

Esa afirmación la considero con cierto escepticismo. Por supuesto, en el comportamiento de la rentabilidad de los activos financieros en el pasado podemos observar regularidades en períodos largos. La más importante es que en el largo plazo la rentabilidad de las acciones supera a la de los bonos y ésta a la deuda pública a corto. Esa circunstancia se da prácticamente en todos los períodos si se toman lapsos de veinte años o más, y en cada uno de los países.

Esa *ordenación* de la rentabilidad según activos, es conforme con la *ordenación* según el riesgo asumido. Las acciones son más rentables que los bonos, y la de éstos supera a la deuda pública a corto plazo, puesto que el riesgo que se asume es decreciente. Otra cuestión, y muy discutida, es si la diferente rentabilidad está justificada por el nivel de riesgo. La cuantía de la *prima de riesgo* es un asunto muy debatido en el que no puedo entrar aquí ¹⁵.

La superior rentabilidad de las acciones es conforme con una regla de oro de la economía de mercado: en el largo plazo la mayor recompensa corresponde al mayor riesgo. Por esa razón son inusuales los períodos en que la deuda pública, por ejemplo, supera en rentabilidad a la renta variable¹⁶, porque ese comportamiento implica incentivos perversos que desaniman el espíritu de empresa. El crecimiento económico exige, pues, que exista una prima de riesgo en favor de las acciones. Otro asunto, repito, es su cuantía.

La segunda regularidad que se observa es que la volatilidad, la dispersión de los datos respecto a la media, es más elevada en las acciones que en los bonos, y el menor grado de dispersión corresponde a la deuda pública a corto plazo, como puede observarse en el cuadro nº 2.

¹⁵ Uno de los principales investigadores sobre la prima de riesgo es Siegel. El lector interesado puede recurrir a sus libros (1998; 2005(b)) y a sus artículos (1992, 2004 y 1997, con R.H. Thaler). En la investigación de Dimson et. al. (2002) se presta especial atención al cálculo de la prima de riesgo para los 16 países incluidos.

¹⁶ En el cuadro nº 1 no se han incluido medidas de riesgo. Siegel apunta (1998, p. 26) que por los efectos de la inflación puede aumentar la rentabilidad de la renta fija que en ocasiones supera a la de las acciones.

Cuadro nº 1

Rentabilidad acumulativa en términos reales. Estados Unidos (%)

Período	Acciones	Bonos	Deuda Pública a corto plazo
1802-2004	6'82	3'51	2'84
1871-2004	6'71	2'85	1'68
Subperiodos			
1802-1870	7'02	4'78	5'12
1871-2004	6'62	3'73	3'16
1926-2004	6'78	2'25	0'69
Después de la II Guerra Mundial. Etapas alcistas y bajistas			
1946-2004	6'83	1'44	0'56
1946-1965	10'02	- 1'19	- 0'84
1966-1981	- 0'36	- 4'17	- 0'15
1982-1999	13'62	8'40	2'91
1982-2004	9'47	8'01	2'31

Fuente: J.J. Siegel. "Perspectives on the Equity Risk Premium", en *Financial Analysts Journal*, 60th Anniversary Anthology CFA Institute. USA, 2005(a) (p. 203).

Cuadro nº 2

Rentabilidad en términos reales. Medias Aritméticas y Desviación Standard (%) (1900-2000)

	Acciones		Bonos		Deuda Pública a corto plazo	
	Medi a	Desviación	Medi a	Desviación	Medi a	Desviación
Australia	9'0	17'7	1'9	13'0	0'6	5'6
Bélgica	4'8	22'8	0'3	12'1	0'0	8'2
Canada	7'7	16'8	2'4	10'6	1'8	5'1
Dinamarca	6'2	20'1	3'3	12'5	3'0	6'4
Francia	6'3	23'1	0'1	14'4	-2'6	11'4
Alemania	8'8	32'3	0'3	15'9	0'1	10'6
Irlanda	7'0	22'2	2'4	13'3	1'4	6'0
Italia	6'8	29'4	-0'8	14'4	-2'9	12'0
Japón	9'3	30'3	1'3	20'9	-0'3	14'5
Holanda	7'7	21'0	1'5	9'4	0'8	5'2
Sudáfrica	9'1	22'8	1'9	10'6	1'0	6'4
España	5'8	22'0	1'9	12'0	0'6	6'1
Suecia	9'9	22'8	3'1	12'7	2'2	6'8
Suiza	6'9	20'4	3'1	8'0	1'2	6'2
Reino Unido	7'6	20'0	2'3	14'5	1'2	6'6
Estados Unidos	8'7	20'2	2'1	10'0	1'0	4'7

Fuente: E. Dimson; P. Marsh; M. Staunton. *Triumph of the Optimists*. Princeton University Press. USA, 2002 (p. 60).

Cuadro nº 3

Períodos Seleccionados de grandes pérdidas en acciones Términos reales (%)

USA	11 de Septiembre, 2001 (Ataque terrorista)	- 14
USA	19 de Octubre, 1987 (Black Monday)	- 23
USA	Desde 24 Marzo 2000 hasta Septiembre 2001	- 37
USA	1929-1931	- 60
Reino Unido	1973-1974	- 71
Alemania	1945-1948	- 91
Japón	1944-1947	- 97

Fuente: E. Dimson; P. Marsh; M. Staunton. *Triumph of the Optimists*. Princeton University Press. USA, 2002 (p. 58).

Enunciadas esas dos regularidades, todas las precauciones son pocas para encontrar otras adicionales. Observamos que hay períodos, que pueden ser amplios, en los cuales se producen resultados muy dispares respecto a los promedios de largo plazo. En lapsos más cortos los comportamientos excepcionales son aún más numerosos. Por ejemplo, en el siglo XX el estudio de Dimson et. al. Muestra que en 37 de los 101 años, en los Estados Unidos la rentabilidad de las acciones fue negativa, y en 7 de esos años las pérdidas superaron el 30% (p. 55) (esos datos no están recogidos en los cuadros que aquí se exponen).

En ocasiones las pérdidas en las acciones han sido muy importantes. En el cuadro nº 1, en el período 1966-1981 la rentabilidad de las acciones fue negativa en los Estados Unidos. En el cuadro nº 3, las pérdidas en USA en 1929-1931 fueron del 60%; en el Reino Unido en los años 1973-1974 del 71%. Las pérdidas en Alemania y Japón en los años posteriores al final de la segunda guerra mundial superaron el 90%.

El objetivo de este trabajo es reflexionar sobre el comportamiento financiero de las familias. Una cuestión fundamental son los planes de pensiones exteriores a las empresas, en los cuales la decisión de las familias respecto a la elección de los activos financieros en los cuales se materializa la inversión, es un asunto crucial. Las consideraciones expuestas hasta ahora sólo pretenden mostrar lo arriesgado que es formular hipótesis de rendimientos a largo plazo.

Dos razones explican, a mi juicio, lo aventurado de establecer normas e instituciones fundamentando la predicción en comportamientos del pasado: la primera, que por su carácter de incertidumbre radical no es posible incorporar la probabilidad de sucesos tales como guerras, catástrofes naturales o epidemias; la segunda, que los períodos largos recogen situaciones estructurales e institucionales muy diferentes en las distintas fases. El sistema económico o el financiero de los países en la actualidad es sustancialmente distinto al existente a comienzos del siglo

XIX o del siglo XX; sin embargo consideramos las cifras como si las situaciones fueran similares. No debe olvidarse, por último, que los datos sobre la rentabilidad de las acciones computan las empresas que han sobrevivido ignorando las que han desaparecido. Por último, la estructura de los sistemas financieros de los países es muy diferente, como lo es su evolución.

Como es lógico las estimaciones de rentabilidad y riesgo dependen de la configuración de la cartera que elija el inversor. Shiller (2005) establece distintas hipótesis sobre la composición de la cartera estimando los resultados de los rendimientos de acciones, bonos de empresa y deuda pública para los próximos 44 años a partir de la experiencia histórica. Esas conjeturas y su realismo quedan al margen del propósito de este trabajo. Apuntaré simplemente que Shiller termina el estudio citado con la advertencia siguiente:

"Pero decir que la bolsa es una máquina de ganar dinero, que puede ser regulada para conseguir grandes riquezas sin riesgos significativos si uno utiliza métodos de inversión que se adapten al ciclo vital es un gran error. La bolsa es un lugar incierto, e incluso si el riesgo puede manejarse a lo largo del ciclo vital, permanecen incertidumbres importantes" (p. 32).

La caída brusca de las cotizaciones altera el patrimonio acumulado obligando a modificar las fechas de jubilación como ha puesto de relieve el desplome del 2000-2001 (Friedberg y Owyang, 2002, p. 26) y la vuelta a la vida laboral de las personas ya retiradas. La crisis iniciada en el 2007 y la evolución de los tipos de interés desde entonces han puesto en evidencia la fragilidad de los planes de pensiones individuales. Como señala Quiggin (2009):

"El enfoque privatizador ha quedado ampliamente descreditado con el crash. Los asesores financieros, incluso los honestos, han probado ser de escasa utilidad. Varias inversiones que fueron comercializadas como de bajo riesgo se convirtieron en poco más que basura. Además, la idea de que los rendimientos de las acciones superarían a los de los bonos en el plazo medio (pongamos una década) se ha demostrado falsa. Esta es una premisa central del asesoramiento de las inversiones a largo plazo" (p. 247).

4.2 La inversión directa en activos financieros

El comportamiento de los mercados financieros, en particular de las bolsas, recibe más atención en la actualidad que en ninguna época pasada. Esto es así, porque la bolsa no ha sido nunca tan importante como ahora. Por primera vez en la historia la mitad de los habitantes de los Estados Unidos tiene acciones, bien directa o indirectamente, lo cual implica que en ningún período precedente el bienestar de la población ha estado tan ligado a las cotizaciones. Millones de personas dependen

de los rendimientos bursátiles para financiar su retiro, y la idea de que los fondos de la Seguridad Social puedan invertirse en acciones ha ganado una aceptación impensable hace poco tiempo (B. M. Smith, 2001, p. 309).

La propiedad de acciones se había limitado tradicionalmente a las clases altas; se extendió durante la década de los años veinte del pasado siglo, y se redujo drásticamente con la fortísima caída de las cotizaciones a partir de 1929. A la altura de los primeros años del decenio de los cincuenta sólo el 10% de las familias poseían acciones; los titulares eran familias ricas, con alto nivel de educación, y compraban acciones sólo después de haber acumulado una cuantía de ahorro sustancial en otros activos.

La proporción de familias propietarias de acciones ascendió al 20% en los primeros años sesenta, porcentaje que se mantendría desde entonces. El establecimiento de los planes individuales y el coste reducido de los fondos de inversión elevaron la participación en acciones pero ya a través de la inversión institucional. En el 2001 el 52% de las familias era propietaria de acciones, si bien, como he señalado, sólo el 20% lo hacía de manera directa. En el 2005 los inversores institucionales poseían las tres cuartas partes de las grandes empresas (G. Davis, 2009, p. 213).

En los planes de pensiones individuales, surge de inmediato la cuestión de los efectos que pueden derivarse de una fuerte caída de las cotizaciones durante los años de retiro. Los que aducen objeciones a la privatización de la Seguridad Social ponen énfasis en que los jubilados no pueden soportar el riesgo de una cartera de valores típica compuesta por renta fija y acciones (Feldstein, 1997, p. 1184).

Los planes de pensiones individuales han colocado a individuos y familias en el papel de "agentes de su propio destino". Las personas ya no dependían de sus empresas ni de los gobiernos para asegurar su bienestar: confiarían en los mercados financieros:

"Lo mismo que la transición del feudalismo al capitalismo de mercado, convirtió a los campesinos en asalariados, la transición desde la sociedad industrial a la post-industrial ha transformado a los empleados de las empresas en agentes libres propietarios de acciones" (G. Davis, 2009. P. 4).

En los años anteriores a la crisis financiera del 2007 esta evolución fue acompañada de un brusco descenso de la tasa de ahorro de las familias en los Estados Unidos que se tornó negativa por primera vez desde la Gran Depresión. Ya no se trataba de invertir el ahorro en la bolsa; el consumo familiar pasó a depender de la revalorización de los activos – vivienda y cartera de valores–. Lo que emerge de esta transformación ha sido denominado por Davis como la *sociedad de cartera de valores (portfolio society)* en la cual el idioma recoge el nuevo papel asignado

por la sociedad a los individuos. La personalidad y el talento se denominaría ya "capital humano"; las casas, las familias y las comunidades serían ya "capital social" (Ibidem, p. 6).

En esta nueva concepción de la sociedad, la vivienda en propiedad se consideraba de forma similar a una opción sobre acciones, que podía ser monetizada si el precio del inmueble subía, o abandonada en caso contrario. La caída del ahorro no se contempla como un problema; el Informe al Presidente del 2006 lo calificaba como una hecho positivo: sólo en un país con un mercado de capital ejemplar podían los ciudadanos sentirse confortables ahorrando tan poco. La propiedad individual de activos financieros aliviaría su dependencia de las empresas y del Gobierno y favorecería su propia formación económica (Ibidem, pp. 27, 208).

La transferencia en la responsabilidad de las decisiones financieras para algo tan básico como diseñar, vigilar, e ir adaptando la cartera de activos a las circunstancias económicas, en consonancia con el ciclo vital del individuo, obligó a cuestionar la capacidad técnica para decidir de los beneficiarios. Pronto se puso en evidencia la complejidad del tema y su escaso conocimiento de las finanzas (Shiller, 2000, p. 33).

Promover la formación financiera era obligado en el nuevo marco. Shiller (2005) proponía ayudar mediante subsidios para la mejora de la educación en finanzas:

"Hoy, la mayoría de las personas no obtienen ayuda profesional para sus inversiones. Con el apropiado asesoramiento financiero las personas podrían utilizar mejor la posibilidad de sus cuentas individuales, tales como los instrumentos diseñados para la cobertura de sus ingresos laborales o el valor de su vivienda" (p. 31).

El autor citado, conforme a sus ideas de extender el ámbito de los mercados a las que ya hice referencia, propone la creación de macromercados con acciones no de empresas, sino de naciones, así como emisiones de deuda pública emitida por países con rentabilidad ligada a la evolución del Producto Nacional.

"La creación de macromercados internacionales podría incluso solucionar la mayor parte del problema de la gestión del riesgo que la seguridad social debe atender, y producir una mejora del bienestar que pueda ofrecer la seguridad social óptima que no cuente con esos mercados" (Shiller, 1999, p. 169).

La cuestión de la formación financiera para que los beneficiarios de los planes de pensiones individuales puedan decidir con conocimiento de causa tiene, pues, una importancia extraordinaria. En ocasiones se trivializa la cuestión infravalorando la dificultad de ese objetivo. Imperia y Maffeo (2009, p. 1) califican de grotesca la argumentación de dos

economistas influyentes (Alesina y Giavazzi) que a la altura del 2007 argumentaban que las carencias inversoras podían subsanarse con un breve curso de finanzas, de forma similar a como se había conseguido que los trabajadores aprendieran a conducir automóviles.

Como saben bien los asesores profesionales, los consejos sobre decisiones de inversión, aun considerando absoluta independencia, honestidad y sin que existan problemas de agencia, es una labor delicadísima; los consejos o las decisiones se fundamentan en la experiencia, el conocimiento siempre parcial de la situación de las empresas, y eso tan etéreo que es el sentimiento del mercado. Con esos materiales tan frágiles puede afirmarse que lo primero que hacen los asesores es aceptar los errores como algo normal. La realidad demuestra que el asesor profesional se equivoca sólo algo menos que las personas sin formación financiera.

Sin embargo, los conflictos de interés existen, como aludiré en el apartado siguiente al tratar de la gestión profesional de las inversiones. Warren Buffett es reconocido como el inversor de más éxito de la historia. Suya es la afirmación siguiente:

"... el bróker no es tu amigo. Se parece más a un doctor que cobra a sus pacientes en función de la frecuencia con la que le cambie las medicinas. Consigue más dinero de las casas promotoras del medicamento que por las mejoras que produzca en el paciente" (Levitt, 2002, p. 18).

Los principios de Buffett como inversor, son bien conocidos; el fundamental, quizá, es la fidelidad con la que mantiene las participaciones en las empresas una vez seleccionadas. El comprador de las acciones de Berkshire Hathaway, su empresa de inversión, ha ofrecido resultados espectaculares. Si un bróker hubiera recomendado la compra de 12 dólares en 1965 se habrían transformado en 71.000 en Abril de 2002. Pero el bróker que hubiera recomendado la compra y el mantenimiento de tan espléndida inversión no habría ganado dinero.

Existe, por tanto, un razonable escepticismo en esperar demasiado de los programas educativos para capacitar a los individuos a tomar decisiones de inversión con fundamento. No digo que sean inútiles, ni que no incorporen elementos positivos, pero los programas no solucionan el problema ni se eliminan o se acotan los riesgos.

Erturk et. al. (2005) especifican tres condiciones para que el avance en la autosuficiencia financiera, y la democratización de las finanzas, el ideal de Shiller, sea un camino viable. La primera es si los ciudadanos pueden formular hipótesis razonables sobre sus ingresos a lo largo del ciclo vital y sobre su riqueza. La segunda, si el nivel de conocimientos financieros y su capacidad de decidir en condiciones de incertidumbre son suficientes para procesar información compleja. La tercera, si los activos en los cuáles pueda invertir tienen características predictivas

que los hagan idóneos para ser utilizados en estrategias para invertir el ahorro a largo plazo. Añaden los autores citados que si la respuesta es negativa en alguno de los tres requisitos, entonces no se dan las condiciones precisas para esperar resultados favorables (p. 12).

4.3 La inversión a través de gestores profesionales

"De los directores de esas compañías, sin embargo, al ser gestores del dinero de otras personas antes que del propio, no puede esperarse que lo cuiden con la misma vigilante atención con el que los socios en una asociación privada frecuentemente vigilan el suyo".

A. Smith (1776)

Vol. dos, p. 229

En una conferencia reciente Haldane (2014) ha puesto de relieve la trascendencia que ha alcanzado la gestión profesional de activos. En los Estados Unidos el volumen gestionado se ha multiplicado por cinco en relación al Producto Nacional desde 1946, pasando del 50 al 240%. En el Reino Unido la evolución ha sido similar pero en un espacio más corto, desde la década de los ochenta. En la mayor parte de los países de la OCDE los progresos han sido también muy importantes. Las razones de esta evolución son que los ahorradores son más numerosos, más ricos y longevos (p. 2).

Las perspectivas de la gestión profesional de activos son asimismo brillantes. Se estima para el 2020 que se alcancen los 100 billones de dólares con un crecimiento anual acumulativo del 6% para el período 2013-2020. Si el panorama financiero ha estado tradicionalmente dominado por los bancos, con las empresas de seguros ocupando una posición destacada, la gestión profesional de activos se impondrá progresivamente como el mayor protagonismo institucional (PWC, 2013, p. 7, 19).

La importancia de las instituciones de inversión colectiva ha sido también progresiva desde la década de los sesenta respondiendo tanto a la necesidad y conveniencia de los inversores individuales, como a los estímulos fiscales en favor de su desarrollo. Los fondos de inversión se generalizaron como fórmula para dar acceso a la diversificación y a la profesionalización de la gestión; los fondos de pensiones tuvieron un gran desarrollo para canalizar las compensaciones a los trabajadores en fórmulas externas a las empresas; el tratamiento fiscal que permite diferir el pago de impuestos fue una medida decisiva que impulsó el crecimiento espectacular de los fondos de pensiones privados (Kennedy, 2000, p. 166).

La inversión gestionada profesionalmente ha experimentado un crecimiento extraordinario en la última década, compensando la menor actividad de los sistemas bancarios. Según el BIS (2015, p. 117) los activos gestionados han pasado de 35 billones de dólares en 2002 a 75

billones en el 2013. El sector permanece muy concentrado: los 20 grupos más importantes controlan el 40% de los activos totales.

Desde la perspectiva de la asignación de los recursos, los inversores institucionales integran en sus carteras una mayor proporción de activos a largo plazo, y toleran un mayor grado de incertidumbre que los individuos; su tamaño permite la diversificación y también la posibilidad de invertir en activos indivisibles. Además, a diferencia de los bancos tienden más a la utilización de información pública, y su capacidad de relación les permite tener un nivel superior de información que los individuos privados (E.P. Davis, 2004, p. 156).

Pese a lo anterior, la dimensión y la evolución reciente de la inversión institucional plantea cuestiones relevantes respecto a la repercusión en la actividad financiera de las empresas, y al riesgo y carácter procíclico de las decisiones de los principales inversores. Haldane (2014) ha señalado como en algunos países importantes la tendencia en las carteras ha sido a reducir el plazo de los activos y la disminución de las posiciones en renta variable, precisamente cuando la situación económica requiere poner énfasis en el largo plazo.

La existencia de inversores profesionales que actúan por cuenta de los individuos puede introducir un sesgo significativo en la ineficiencia en la asignación de los recursos, si su actuación provoca una divergencia elocuente entre las cotizaciones en el mercado y las que hubieran correspondido valorando los fundamentales; ese comportamiento puede favorecer la aparición de burbujas (Allen y Santomero, 1998, p. 1483).

Allen y Gorton (1993) distinguen en su trabajo los efectos de dos tipos distintos de gestores de carteras. El primer grupo, que califican de buenos gestores, trata de identificar empresas infravaloradas, lo cual les permite conseguir de los recursos a su cargo una rentabilidad superior respecto a los que comercian en el mercado sin esa información. Su actuación en el mercado, aunque este no sea eficiente en su forma "fuerte"¹⁷, no es inconsistente con la racionalidad.

El segundo tipo, calificado como malos gestores, son incapaces o no pretenden identificar a las empresas infravaloradas; sin embargo, consiguen beneficios de su actividad profesional como en una opción de compra; son, por tanto, propensos a asumir mayores riesgos, y a adoptar decisiones especulativas susceptibles de producir burbujas. Estos gestores pueden actuar:

"... por el hecho de que hay asimetría en sus incentivos. Si pierden el dinero que les ha sido confiado, no pierden nada, con independencia de lo mal que lo hagan. Si los resultados son positivos, obtienen parte de los mismos. Por tanto, están

¹⁷ La forma "débil sólo considerara la información histórica de los precios; la "semi fuerte" incluye toda la información pública; la "fuerte" tiene en cuenta toda la información conocida.

predispuestos a comprar acciones que coticen por encima de sus fundamentales si existe alguna posibilidad de ganancia de capital, incluso aunque sepan que se arriesgan a que los inversores pierdan dinero si la burbuja estalla” (Allen y Gorton, 1993, p. 815).

Los gestores de las instituciones de inversión se han consolidado como un grupo profesional con idénticos mecanismos retributivos que los directivos empresariales a los que vigilan y controlan. Tienen los mismos intereses y coinciden en el apoyo al proceso de financiación del que viven y se benefician. Destacan por la magnitud de los recursos los fondos de pensiones. Como se ha señalado, un problema de agencia que probablemente no pueda ser resuelto, es el que existe entre el ciudadano ordinario suscriptor de un plan de pensiones y el agresivo gestor del fondo tratando desesperadamente de superar el índice (Dore, 2000, p. 14).

Los propios clientes de los fondos de pensiones impulsan a los gestores a tomar posiciones alcistas cuando se desarrolla una burbuja. La experiencia del auge de las acciones tecnológicas del final del siglo pasado, que terminó en la hecatombe de los años 2001- 2002, fue instructiva al respecto. Algunos gestores veían con inquietud la altura que alcanzaban las cotizaciones, pero muchos de los que resistieron la fiebre perdieron sus clientes y a veces el empleo. Por eso, lo racional como gestores podía ser participar en la burbuja:

“Si muchos inversores no tienen un objetivo a largo plazo en el mercado, puede ser racional para otros ignorar también los fundamentales. De esta forma la decisión “inteligente” puede ser acompañar a la burbuja y tratar de vender antes del estallido. De hecho, muchos de los gestores profesionales tenían poco margen para decidir, sino estar invertidos, a menos que estuvieran completamente convencidos de que el mercado entraba en una fase bajista” (Calverley, 2004, pp. 132, 133).

Por eso es tan improbable que los gestores profesionales se resistan a acompañar la tendencia y permanecer firmes en el ancla de los fundamentales cuando se producen desmesuras en los mercados. Rajan, en su famosa conferencia de Jackson Hole de 2005, señala que pocos gestores profesionales se resisten a no participar en los excesos. La razón es lo limitado de su horizonte temporal. Si las cotizaciones no corrigen en un período relativamente corto, pierden clientes y la rentabilidad de las carteras se sitúa por debajo del promedio demandado.

“Tendría que ser un gestor valiente con inversores infinitamente pacientes para ir contra la tendencia, incluso si ésta supone una desviación del valor fundamental. En las finanzas académicas se está llegando progresivamente a la conclusión de que son posibles desviaciones prolongadas del valor fundamental porque

relativamente pocos recursos son utilizados para frenar la estampida" (p. 21).

En la fiebre de las acciones tecnológicas participaron prácticamente todos los colectivos. Sólo una minoría de especuladores venderían en descubierto, pero como señaló Bogle (2005a):

"Atribuí la exuberancia del momento a la «alegre conspiración» en Wall Street entre directivos de compañías, CEO y CFO, consejeros, auditores, abogados, banqueros de inversión, analistas de valores de los vendedores, gestores de carteras de los compradores, e incluso los propios inversores, particulares e institucionales" (p. 150).

El boom de las acciones tecnológicas realzó la figura de Buffett que rehusó participar en el mismo por razones fundamentales y que, durante varios años, aceptó que la rentabilidad de los recursos que gestionaba fuera inferior al promedio del mercado.

Se han realizado numerosos trabajos con objeto de contrastar estadísticamente si los gestores profesionales siguen pautas de comportamiento gregario y si los resultados de la gestión activa superan al promedio del mercado o del colectivo. Sin propósito de un análisis detallado, permítaseme una breve pincelada que muestra la diversidad de opiniones sobre un tema tan debatido.

Las investigaciones de Grimblatt y Titman (1989) se inclinan por apreciar que la gestión activa añade rentabilidad adicional, en especial en los fondos de inversión clasificados como de crecimiento y crecimiento agresivo. A conclusiones similares llegan en su estudio de 1992 con el añadido de que la rentabilidad obtenida por los fondos en el pasado es una información útil para los inversores que están en el proceso de selección de un fondo (p. 1983). Además, no encuentran estos autores evidencias apreciables de que la gestión de los fondos de inversión se realice de forma gregaria (con Wermers, 1995).

El trabajo de Gruber (1996) concluye que los compradores de participaciones de fondos con gestión activa no actúan de manera irracional puesto que los resultados de los fondos dan señales de permanencia en el tiempo, y algunos inversores que estudian su evolución pueden utilizar en su provecho esta información.

Las conclusiones de Scharfstein y Stern (1990) confirman, sin embargo, el movimiento gregario:

"Hemos encontrado que, bajo ciertas circunstancias, los gestores simplemente imitan las decisiones de otros, sin considerar la información privada propia. Aunque este comportamiento es ineficiente desde un punto de vista social, puede ser racional

desde la perspectiva del gestor que está preocupado por su reputación en el mercado de trabajo” (p. 466).

A parecidas conclusiones llegan Chevalier y Ellison (1999). La preocupación por evitar la pérdida de su trabajo es esencial en los gestores de fondos, en especial para los más jóvenes que son especialmente castigados si sus resultados se sitúan por debajo de la media y, en consecuencia, son más proclives a imitar el comportamiento de otros gestores. Grantham (2012, p. 1) señala que la mayoría de los inversores profesionales sigue la tendencia dominante en sus colegas total o parcialmente. En Alemania, la investigación de Lütje (2009) confirma también que los profesionales de la gestión adoptan sus decisiones teniendo muy en cuenta las de sus colegas.

Por último, en el trabajo de Bikhchandani y Sharma (2001) se detallan las razones por las cuales las ideas de un gestor pueden verse influidas por la observación del comportamiento de otros en el mercado. En primer lugar los “otros” pueden tener información adicional que se manifiesta en sus decisiones de inversión; en segundo término, los incentivos establecidos en el contrato de trabajo pueden inducir a la imitación; una tercera razón es que hay personas con una preferencia intrínseca hacia la conformidad (p. 280).

Las expectativas de los clientes modulan también las convicciones más técnicas y profesionales de los inversores institucionales. Los clientes esperan que las inversiones tengan en cuenta las modas imperantes; asimismo, que se realicen operaciones con frecuencia que justifiquen los elevados honorarios del gestor. Esas expectativas y preferencias difuminan las ventajas de la mejor preparación técnica del gestor profesional (Shiller, 2001, p. 14). El nombre que surge como ejemplo de resistencia en favor de los fundamentales y del largo plazo es, de nuevo, Warren Buffett.

El comportamiento gregario juega un papel fundamental en las decisiones del gestor profesional. En la Teoría General (1936), Keynes señala:

“Finalmente es el inversionista a largo plazo, aquel que más promueve el interés público, quien en la práctica levanta contra sí mayor crítica, dondequiera que los fondos de inversión sean manejados por comités, o consejos, o bancos; porque la esencia de esta conducta es la de que deba ser excéntrica, sin convencionalismos y temeraria a los ojos de la opinión media. Si tiene éxito, eso únicamente confirmará la creencia general en su temeridad; y si fracasa en corto plazo, lo que es muy probable, no habrá mucha compasión para la víctima. La sabiduría mundana enseña que es mejor para la reputación perder limpiamente que ganar con trampa” (p. 143, 144, del texto de FCE).

Mantenerse en el cauce de las ideas aceptadas, tratando de observar el comportamiento de sus colegas es perfectamente racional puesto que es conforme a sus intereses como profesional. Desde esta perspectiva Hill (2011) plantea en un interesante trabajo las razones por las cuales los sofisticados inversores profesionales aceptaron masivamente los activos conformados con hipotecas *subprime*, de tan ingrato protagonismo en la reciente crisis financiera. Compara Hill la situación de los inversores institucionales respecto a esos activos con la posición de un comprador de coches usados (*lemons*) según la conocida teoría de Akerloff.

Destaca Hill que el comprador de activos integrados por hipotecas *subprime* contaba con el perjuicio en la reputación del vendedor para confiar en la calidad del producto, confianza que se veía reforzada ya que el colocador mantenía parte de la emisión en su balance. Otra diferencia con los *lemons* es que el comprador tenía acceso a mayor información si así lo solicitaba. En el mundo del inversor institucional las decisiones, sin embargo, son más complejas y dependen de la actuación de sus colegas.

En efecto, el objetivo esencial es obtener unos resultados mejores que los de sus colegas, y lo peor que le puede suceder es que su *performance* quede por debajo de la de sus competidores; por eso, un propósito claro es imitar lo que éstos hacen:

"Los inversores aceptaron la historia de que los activos integrados por hipotecarios eran una buena inversión al tener conocimiento de que otros creían en ello. No prestaron atención a las señales de que la música iba a parar" (Hill, 2011, p. 60).

La investigación de Lakonishok et. al. (1992) muestra que los resultados obtenidos por los fondos de pensiones gestionados profesionalmente no superaban los que conseguían los fondos con una política de inversión pasiva. Apuntaban estos autores: "dudamos que una actividad que añade tan escaso valor, si añade algo, puede continuar existiendo en su forma actual" (p. 341). Las conclusiones de Porter y Trifts (2014) son contundentes:

"Sin embargo, aunque es obvio que los atletas profesionales y los cirujanos del corazón poseen técnicas especializadas superiores a las de la población en general, es menos claro si los gestores de los fondos de inversión tienen habilidades superiores en la selección de las inversiones. La literatura sugiere que un pequeño número de gestores las tienen, y eso les permite obtener resultados que, de forma consistente, superar a los de sus colegas, pero la mayor parte de los gestores carecen de ellas" (p. 55).

La defensa de una gestión activa por los gestores de fondos de Inversión es explicable por el deseo de generar mayores comisiones, puesto que los ingresos procedentes de la gestión activa respecto a la

pasiva, se justifican por los mayores costes que supone la búsqueda de oportunidades en comparación con el diseño automático de una cartera que replique un índice bursátil. Sin embargo, al defender la gestión activa el gestor asume mayor responsabilidad por sus errores (E.P. Davis, 1996. P. 139).

El ataque más demoledor que conozco de los resultados de la gestión activa de las instituciones de inversión colectiva es el de Bogle (2005a):

"Más de una quinta parte de los robustos rendimientos anuales brutos generados para los inversores en los mercados financieros (de acciones, de obligaciones y de activos del mercado monetario) durante las últimas dos décadas ha sido succionada por los gestores" (p. 43).

Esos costes de gestión y administración no se reflejan en rendimientos superiores al promedio. Entre 1985 y 2004 la rentabilidad anual de la bolsa, medida por el índice S&P500 fue del 13'2%; en el mismo período lo obtenido por un fondo medio de renta variable ascendió al 10'4% (Ibidem, p. 219). Según cálculos del mismo autor, en la etapa 1945-1965 los porcentajes respectivos ascendieron al 14'9 y 13'2% (2005, b, p. 47).

Los analistas que ponen en duda la factibilidad de una política de inversiones activa, están cercanos a la hipótesis de los mercados eficientes, aunque, como demostraron en su día Grossman y Stiglitz (1980), si las cotizaciones reflejaran perfectamente la información disponible, los que invirtieron en obtenerla no obtendrían compensación alguna (p. 145).

Los economistas académicos cercanos a la teoría de los mercados eficientes, como Samuelson, consideran que se hacen excesivas operaciones en los mercados, y tienen dudas de que estén justificadas las comisiones de los fondos de gestión activa (Fox, 2009, p. 124). Shiller (2012) señala:

"Los académicos de las modernas finanzas algunas veces consideran las pruebas de la rentabilidad inferior a la media de los gestores de fondos, como prueba de que si los mercados fueran extremadamente eficientes, no deberían dejarse los recursos en manos de estos profesionales. Si lleváramos esto a su conclusión lógica, la misma teoría de los mercados eficientes implicaría que cualquiera que operara en los mercados financieros estaría cometiendo un error" (p. 129).

La evidencia muestra, no obstante, que algunos inversores inteligentes son capaces de obtener una rentabilidad superior a la media durante períodos prolongados. Buffett, como ya he insistido, es el caso más notable, pero Shiller tiene en su propia universidad (Yale) el ejemplo del éxito en la gestión de las dotaciones de la Universidad, y también en

los casos de Harvard y Princeton, aunque en otras la gestión no se ha realizado con el mismo éxito (Ibidem, p. 31).

5. NOTA FINAL

La tendencia general que, con mayor o menor intensidad, se aprecia en todos los países es sustituir, o complementar, las pensiones de la seguridad social cuyos recursos gestiona el Estado por fondos de pensiones de carácter privado en los cuales las decisiones de inversión las adoptan los individuos, bien eligiendo los activos de forma directa o seleccionando las instituciones en las cuales materializan sus aportaciones.

Esa tendencia está impulsada por dos fuerzas: las decisiones de las empresas a externalizar los fondos de pensiones; y la presión sobre el déficit del sector público de las necesidades de recursos de la seguridad social.

Junto a esas dos fuerzas hay otras dos más subliminales: la primera, la mayor confianza que se otorga a la capacidad de decisión de los individuos para elegir sus inversiones de acuerdo con su perfil personal respecto al riesgo y a su horizonte temporal; esa mayor confianza contrasta con la incapacidad técnica que se atribuye al Estado como gestor, o con la desconfianza hacia su propensión a utilizar los fondos que administra para cubrir necesidades públicas de financiación.

La segunda idea es la fe en los expertos del asesoramiento financiero, sobre su preparación técnica y la consideración exclusiva del interés de su cliente.

El objetivo de este trabajo es considerar con escepticismo esas fuerzas subliminales: en general, las personas no tienen capacidad técnica para seleccionar sus inversiones; tampoco es fácil obtener la formación precisa para hacerlo. Los intermediarios financieros no aconsejan sólo en función de los intereses de sus clientes, sino teniendo muy en cuenta los propios. En la memoria colectiva de todos los países –España en lugar destacado– encontramos ejemplos desdichados del aprovechamiento de la ignorancia o ingenuidad del cliente, que confía en la capacidad y objetividad de los consejos del supuesto experto y en la capacidad de control de los organismos supervisores. Naturalmente que hay expertos serios y honestos, pero su posición no es tan decisiva como los que ejercen esa función en los grandes grupos financieros.

Como final de esta reflexión subrayo los cuatro aspectos siguientes:

No se puede generalizar. La situación de los países es muy diferente. No me parece válido adoptar decisiones considerando miméticamente la

experiencia de otros países con instituciones y tradiciones que responden a su propia evolución histórica.

Pese a lo anterior, en este trabajo he tenido en cuenta, sobre todo, la evolución de las instituciones y las ideas de los Estados Unidos. Lo he hecho así por un doble motivo: la cultura financiera americana es la más sofisticada del mundo; y la capacidad de influencia cultural y académica de los Estados Unidos es extraordinaria.

Este es un asunto de gran complejidad. No puede resolverse con recetas simples. Las decisiones han de adoptarse teniendo en cuenta una gran variedad de aspectos en los cuales los progresos son lentos y parciales. Es importante promocionar la cultura financiera; la vigilancia institucional sobre empresas, intermediarios financieros bancarios, e instituciones de inversión colectiva es fundamental; y la normativa contable y jurídica debe acompañar a los programas de actuación.

Teniendo en cuenta la importancia y lo complejo del tema, pondría el acento en la prudencia antes que en la exaltación de la libertad para que cada uno sea responsable de sus decisiones.

Los datos históricos deben manejarse con extremo cuidado. Ante la ignorancia del futuro el recurso a la experiencia histórica es inevitable. Nada nos garantiza, sin embargo, que las pautas de comportamiento serán parecidas en el futuro. Los datos que manejamos se forjaron en circunstancias económicas, institucionales y sociales concretas y han ido evolucionando a lo largo del tiempo aunque los consideremos sin tener en cuenta esos cambios. Se usa y se abusa de la historia para pronunciarse sobre el comportamiento de las variables en el futuro. Las precauciones deberían extremarse, además, en el campo de la gestión profesional de las inversiones. Las autoridades reguladoras obligan, con buen criterio, a especificar que los resultados del pasado no prejuzgan los futuros; sin embargo, ante nuestros escasos asideros tomamos cuenta de forma desproporcionada las enseñanzas pretéritas.

Un principio básico debería ser la autorización solamente de activos financieros de fácil diseño para que los inversores individuales puedan elegir con el mayor grado de comprensión posible. La sofisticación de productos e instrumentos persigue, muy a menudo, dificultar el entendimiento de su contenido, con objeto de ocultar riesgos que deberían estar siempre explícitos.

Especial precaución es aconsejable para decidir en el binomio renta fija – renta variable. La evidencia histórica muestra con claridad la mayor rentabilidad de las acciones; también precisa que los desastres financieros inciden en mayor medida sobre la cotización de las empresas; la prudencia aconseja, pues, un mix conservador cuando se trata de las pensiones.

El Estado debe tener una actitud beligerante. En cuestiones tan inciertas y delicadas el Estado debe adoptar una posición activa en la regulación y vigilancia de las normas y de las instituciones. No obstante, es inevitable que su responsabilidad –aunque sea implícita– vaya más allá puesto que ante un desastre de gran entidad, como ha sucedido en el pasado, sin tener en cuenta los conflictos bélicos, el Estado no puede permanecer impasible si se produce un desplome de las cotizaciones que afecte a colectivos numerosos y desprotegidos.

8. BIBLIOGRAFÍA

En las citas figura el año de la publicación original, aunque se precise, en caso necesario, de donde se toman las referencias:

ABOLAFIA, M. (2010): "THE INSTITUTIONAL EMBEDDEDNESS OF MARKET FAILURE: WHY SPECULATIVE BUBBLES STILL OCCUR", EN M. LOUNSBURY Y P.M. HIRSCH (EDS.): *MARKETS ON TRIAL. THE ECONOMIC SOCIOLOGY OF THE U.S. FINANCIAL CRISIS: PART B.* EMERALD GROUP PUBLISHING LIMITED. UK.

AKERLOF, G.A. Y R.J. SHILLER (2009): *ANIMAL SPIRITS. HOW HUMAN PSYCHOLOGY DRIVERS THE ECONOMY, AND WHY IT MATTERS FOR GLOBAL CAPITALISM.* PRINCETON UNIVERSITY PRESS. USA.

ALLEN, F. Y G. GORTON (1993): "CHURNING BUBBLES". *REVIEW OF ECONOMIC STUDIES*, 60, pp. 813-836.

ALLEN, F. Y A.M. SANTOMERO (1998): "THE THEORY OF FINANCIAL INTERMEDIATION". *JOURNAL OF BANKING & FINANCE*, 21, pp. 1461-1485.

BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (BIS) (2015): *85TH ANNUAL REPORT*, 28 JUNE.

BARBA, A. Y M. PIVETTI (2009): "RISING HOUSEHOLD DEBT: ITS CAUSES AND MACROECONOMIC IMPLICATIONS –A LONG- PERIOD ANALYSIS". *CAMBRIDGE JOURNAL OF ECONOMICS*, 33, pp. 113-137.

BERLE, A.A. Y G.C. MEANS (1932): *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY.* THE COMMERCE CLEARING HOUSE. NEW YORK.

BERNANKE, B. (2007): "SPEECH AT THE FRB OF KANSAS CITY'S ECONOMIC SYMPOSIUM". JACKSON HOLE, WYOMING, AUGUST 31.

BIKHCHANDANI, S. Y S. SHARMA (2001): "HERD BEHAVIOR IN FINANCIAL MARKETS". *IMF STAFF PAPERS*. VOL. 47, Nº 3, pp. 279-310.

BLAIR, M.M. (1998): "FOR WHOM SHOULD CORPORATIONS BE RUN?: AN ECONOMIC RATIONALE FOR STAKEHOLDER MANAGEMENT". *LONG RANGE PLANNING*. VOL. 31, Nº 2, pp. 195-200.

- BLINDER, A.S. (2000): "HOW THE ECONOMY CAME TO RESEMBLE THE MODEL". *BUSINESS ECONOMICS*. JANUARY, PP. 16-25.
- BOGLE, J.C. (2005A): *LA BATALLA POR EL ALMA DEL CAPITALISMO*. PRIMERA EDICIÓN EN INGLÉS 2005, MARCIAL PONS. MADRID 2007.
- BOGLE, J.C. (2005B): "THE MUTUAL FUND INDUSTRY 60 YEARS LATER: FOR BETTER OR WORSE?", EN *FINANCIAL ANALYST JOURNAL: BOLD THINKING ON INVESTMENT MANAGEMENT*, CFA INSTITUTE. USA.
- BOYER, R. (2007): "ASSESSING THE IMPACT OF FAIR VALUE UPON FINANCIAL CRISES". *SOCIO-ECONOMIC REVIEW*. JANUARY, PP. 779-807. LA PAGINACIÓN DEL TRABAJO 1-26 CORRESPONDE A LA DE INTERNET.
- BROWN, C. (2007): "FINANCIAL ENGINEERING, CONSUMER CREDIT, AND THE STABILITY OF EFFECTIVE DEMAND". *JOURNAL OF POST KEYNESIAN ECONOMICS*. SPRING, VOL. 29, Nº 3, PP. 427-453.
- CALVERLEY, J. (2004): *BUBBLES AND HOW TO SURVIVE THEM*. NICHOLAS BREALEY PUBLISHING. FINLAND.
- CECCHETTI, S.G., M.S. MOHANTY Y F. ZAMPOLLI (2011): "THE REAL EFFECTS OF DEBT", *BIS*, WP 358. SEPTEMBER.
- CHEVALIER, J. Y G. ELLISON (1999): "CAREER CONCERNS AND MUTUAL FUND MANAGERS". *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*. MAY, PP. 389-432.
- DAVIS, E.P. (1996): "INSTITUTIONAL INVESTORS, UNSTABLE POLICY", EN F. BRUNI, D.E. FAIR Y R. O'BRIEN (EDS.): *RISK MANAGEMENT IN VOLATILE FINANCIAL MARKETS*. KLUWER ACADEMIC PUBLISHERS. NETHERLAND.
- DAVIS, E.P. (2004): "FINANCIAL DEVELOPMENT, INSTITUTIONAL INVESTORS AND ECONOMIC PERFORMANCE", EN C.A.E. GOODHART: *FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH. EXPLAINING THE LINKS*. PALGRAVE MACMILLAN. GREAT BRITAIN.
- DAVIS, G. (2009): *MANAGED BY THE MARKETS. HOW FINANCE RE-SHAPED AMERICA*. OXFORD UNIVERSITY PRESS. PAPERBACK EDITION. USA 2011, CON PRESENTACIÓN DEL AUTOR.
- DIMSON, E., P. MARSH Y M. STAUNTON (2002): *TRIUMPH OF THE OPTIMISTS*. PRINCETON UNIVERSITY PRESS. USA.
- DOBBIN, F. Y J. JUNG (2010): "THE MISAPPLICATION OF MR. MICHEL JENSEN. HOW AGENCY THEORY BROUGHT DOWN THE ECONOMY AND WHY IT MIGHT AGAIN", EN M. LOUNSBURY Y P.M. HIRSCH (EDS.): *MARKETS ON TRIAL: THE ECONOMIC SOCIOLOGY OF THE U.S. FINANCIAL CRISIS*. PART B. EMERALD GROUP PUBLISHING LIMITED. UK.
- DORE, R. (2000): *STOCK MARKET CAPITALISM: WELFARE CAPITALISM. JAPAN AND GERMANY VERSUS THE ANGLO-SAXONS*. OXFORD UNIVERSITY PRESS. GREAT BRITAIN.

EPSTEIN, G.A. (2005): "INTRODUCTION: FINANCIALIZATION AND THE WORLD ECONOMY", EN G.A. EPSTEIN (ED.): *FINANCIALIZATION AND THE WORLD ECONOMY*. EDWARD ELGAR. GREAT BRITAIN.

ERTURK, I., J. FROUD, S. JOHAL, A. LEAVER Y K. WILLIAMS (2005): *CENTRE FOR RESEARCH AND SOCIO-CULTURAL CHANGE (CRESC)*, WP. 9 NOVEMBER.

ERTURK, I., J. FROUD, S. JOHAL, A. LEAVER Y K. WILLIAMS (2008): "THE HISTORICAL CRITIQUE OF THE RENTIER AND FINANCIER", EN I. ERTURK ET. AL. (ED.) (2008): *FINANCIALIZATION AT WORK*. ROUTLEDGE. USA.

FAMA, E.F. (1970): "EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK". *THE JOURNAL OF FINANCE*. VOL. 25, PP. 383-417.

FAMA, E.F. (1991): "EFFICIENT CAPITAL MARKETS: II". *THE JOURNAL OF FINANCE*. VOL. XLVI, Nº 5, DECEMBER, PP. 1575-1617.

FELDSTEIN, M. (1997): EN H.E. LELAND, M. FELDSTEIN, R.R. GLAUBER, D.W. MULLINS JR. Y S.M.H. WALLMAN: "SYMPOSIUM ON PUBLIC POLICY ISSUE IN FINANCE". *THE JOURNAL OF FINANCE*. VOL. LII, Nº 3, JULY, PP. 1181-1198.

FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT (THE) (2011): "FINAL REPORT OF THE NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES". OFFICIAL GOVERNMENT EDITION. JANUARY.

FOX, J. (2009): *THE MYTH OF THE RATIONAL MARKET. A HISTORY OF RISK, REWARD AND DELUSION ON WALL STREET*. HARPER COLLINS. NEW YORK.

FRIEDBERG, L. Y M.T. OWYANG (2002): "NOT YOUR FATHER'S PENSION PLAN: THE RISE OF 401(K) AND OTHER DEFINED CONTRIBUTION PLANS". *REVIEW. FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS*. JANUARY/FEBRUARY, PP. 23-34.

GENNAIOLI, N., A. SHLEIFER Y R. VISHNY (2010): "NEGLECTED RISKS, FINANCIAL FRAGILITY". THIRD DRAFT SEPTEMBER.

GRANTHAM, J. (2012): "MY SISTER'S PENSION ASSETS AND AGENCY PROBLEMS (THE TENSION BETWEEN PROTECTING YOUR JOB AND YOUR CLIENTS' MONEY)". *GMO QUARTERLY LETTER*. APRIL, BOSTON.

GRINBLATT, M. Y S. TITMAN (1989): "MUTUAL FUND PERFORMANCE: AN ANALYSIS OF QUARTERLY PORTFOLIO HOLDINGS". *JOURNAL OF BUSINESS*, VOL. 62, Nº 3, PP. 393-416.

GRINBLATT, M. Y S. TITMAN (1992): "THE PERSISTENCE OF MUTUAL FUND PERFORMANCE". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. XLVII, Nº 5, DECEMBER, PP. 1977-1984.

GRINBLATT, M., S. TITMAN Y R. WERMERS (1995): "MOMENTUM INVESTMENT STRATEGIES, PORTFOLIO PERFORMANCE, AND HERDING: A STUDY OF MUTUAL FUND BEHAVIOR". *THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, DECEMBER, VOL. 85, Nº 5 PP. 1088-1105.

GROSSMAN, S.J. Y J.E. STIGLITZ (1980): "STOCKHOLDER UNANIMITY IN MAKING PRODUCTION AND FINANCIAL DECISIONS". *THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*. MAY, PP. 543-556.

GRUBER, M.J. (1996): "ANOTHER PUZZLE: THE GROWTH IN ACTIVELY MANAGED MUTUAL FUNDS". *THE JOURNAL OF FINANCE*. VOL. LI, Nº 3, JULY, PP. 783-810.

HALDANE, A.G. (2014): "THE AGE OF ASSET MANAGEMENT?". *SPEECH GIVEN AT THE LONDON BUSINESS SCHOOL*. LONDON, 4 APRIL.

HELLWIG, M. (2000): "ON THE ECONOMICS AND POLITICS OF CORPORATE FINANCE AND CORPORATE CONTROL", EN X. VIVES (ED.): *CORPORATE GOVERNANCE. THEORETICAL AND EMPIRICAL PERSPECTIVES*. CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, USA.

HILL, C.A. (2011): "WHY DIDN'T SUBPRIME INVESTORS DEMAND A (MUCH LARGER) LEMONS PREMIUM?". *UNIVERSITY OF MINNESOTA LAW SCHOOL. LEGAL STUDIES RESEARCH PAPERS SERIES*, Nº 11-31, SPRING.

IGAN, D., D. LEIGH, J. SIMON Y P. TOPALOVA (2014): "DEALING WITH HOUSEHOLD DEBT", EN S. CLAESENS, M.A. KOSE, L. LAEVEN Y F. VALENCIA (EDS.): *FINANCIAL CRISES, CAUSES, CONSEQUENCES AND POLICY RESPONSES*. IMF, WASHINGTON.

IMPERIA, A. Y V. MAFFEO (2009): "AS IF NOTHING WERE GOING TO HAPPEN: A SEARCH IN VAIN FOR WARNINGS ABOUT THE CURRENT CRISIS IN ECONOMIC JOURNALS WITH THE HIGHEST IMPACT FACTORS". BERLIN, 30, 31 NOVEMBER.

JENSEN, M.C. (1978): "SOME ANOMALOUS EVIDENCE REGARDING MARKET EFFICIENCY". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 6, PP. 95-101.

JENSEN, M.C. (1984): "TAKEOVERS: FOLKLORE AND SCIENCE". *HARVARD BUSINESS REVIEW*. NOVEMBER-DECEMBER, PP. 109-121.

JENSEN, M.C. (2001): "VALUE MAXIMIZATION, STAKEHOLDER THEORY, AND THE CORPORATE OBJECTIVE FUNCTION". *EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT*, VOL. 7, Nº 3, PP. 297-317.

JENSEN, M.C. Y W.H. MECKLING (1976): "THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 3, PP. 305-360.

JORDÁ, O., M. SCHULARICK Y A.M. TAYLOR (2011): "WHEN CREDIT BITES BACK: LEVERAGE, BUSINESS CYCLES, AND CRISES". *NBER*, WP. 17.621, NOVEMBER.

JORDÁ, O., M. SCHULARICK Y A.M. TAYLOR (2014): "THE GREAT MORTGAGING: HOUSING FINANCE, AND BUSINESS CYCLES". *NBER*, WP. 20.501, SEPTEMBER.

JÜRGENS, U., K. NAUMANN Y J. RUPP (2000): "SHAREHOLDER VALUE IN AN ADVERSE ENVIRONMENT: THE GERMAN CASE". *ECONOMIC AND SOCIETY*, VOL. 29, Nº 1, FEBRUARY, PP. 54-79.

KENNEDY, A.A. (2000): *THE END OF SHAREHOLDER VALUE. THE REAL EFFECTS OF THE CRISES IT IS BRINGING TO BUSINESS*. ORION BUSINESS BOOKS. LONDON.

KEYNES, J.M. (1936): *THE GENERAL THEORY OF EMPLOYMENT INTEREST AND MONEY*. COLLECTED WRITINGS, ROYAL ECONOMIC SOCIETY. VOL. VII. EDICIONES EN ESPAÑOL DE FONDO DE CULTURA ECONÓMICA, MÉXICO (1943); AOSTA, MADRID (1998) Y SINTESIS, MADRID (2009).

KONINGS, M. (2009): "RETHINKING NEOLIBERALISM AND THE SUBPRIME CRISIS: BEYOND THE RE-REGULATION AGENDA". *COMPETITION & CHANGE*, VOL. 13, Nº 2, JUNE, PP. 108-127.

KRIPPNER, G.R. (2005): "THE FINANCIALIZATION OF THE AMERICAN ECONOMY". *SOCIO-ECONOMIC REVIEW*, MAY, PP. 173-208.

KRIPPNER, G.R. (2011): *CAPITALIZING ON CRISIS. THE POLITICAL ORIGINS OF THE RISE OF FINANCE*. HARVARD UNIVERSITY PRESS.

LAEVEN, L. Y T. LARYEA (2014): "PRINCIPLES OF HOUSEHOLD DEBT RESTRUCTURING", EN S. CLAESENS, M.A. KOSE, L. LAEVEN Y F. VALENCIA (EDS.): *FINANCIAL CRISES, CAUSES, CONSEQUENCES AND POLICY RESPONSES*. IMF, WASHINGTON.

LAKONISHOK, J., A. SHLEIFER Y R.W. VISHNY (1992): "THE IMPACT OF INSTITUTIONAL TRADING ON STOCKS PRICES". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 32, PP. 23-43.

LAPAVITSAS, C. (2012): "INTRODUCTION: A CRISIS OF FINANCIALIZATION", EN C. LAPAVITSAS (ED.): *FINANCIALIZATION IN CRISIS*. BRILL LEIDEN. THE NETHERLANDS.

LEVITT, A. (2002): *TAKE ON THE STREET*. PANTEON BOOKS. USA.

LO, A.W. (2012): "READING ABOUT THE FINANCIAL CRISIS: A 21-BOOK REVIEW". PREPARED FOR THE *JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE*, Nº 50, 2012. THIS DRAFT: JANUARY 9, 2012.

LITAN, R.E. (2010): "IN DEFENSE OF MUCH, BUT NOT ALL, FINANCIAL INNOVATION". *THE BROOKING INSTITUTIONS*, FEB. 17.

LÜTJE, T. (2009): "TO BE GOOD OR TO BE BETTER: ASSET MANAGERS' ATTITUDES TOWARD HERDING". *APPLIED FINANCIAL ECONOMICS*, 19:10, PP. 825-839.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2010): *DEBT AND DELEVERAGING: THE GLOBAL CREDIT BUBBLE AND ITS ECONOMIC CONSEQUENCES*. JANUARY.

MINSKY, H.P. (1996): "UNCERTAINTY AND THE INSTITUTIONAL STRUCTURE OF CAPITALIST ECONOMICS". *JOURNAL OF ECONOMIC ISSUES*, VOL. XXX, Nº 2, JUNE, 1996, PP. 357-368.

MINSKY, H.P. Y C.J. WHALEN (1996): "ECONOMIC INSECURITY AND THE INSTITUTIONAL PREREQUISITES FOR SUCCESSFUL CAPITALISM". *JOURNAL OF POST KEYNESIAN ECONOMICS*, 19(29), pp. 155-170.

MIROWSKI, P. (2013): *NUNCA DEJES QUE UNA CRISIS TE GANE LA PARTIDA*. PRIMERA EDICIÓN EN INGLÉS 2013. ED. DEUSTO. BARCELONA, 2014, DE DONDE SE TOMAN LAS REFERENCIAS.

MITCHELL, L.E. (2008): *THE SPECULATIVE ECONOMY. HOW FINANCE TRIUMPHED OVER INDUSTRY*. BERRET-KOCHLER PUBLISHERS. SAN FRANCISCO.

MIZRUCHI, M.S. (2010): "THE AMERICAN CORPORATE ELITE AND THE HISTORICAL ROOTS OF THE FINANCIAL CRISES OF 2008", EN M. LOUNSBURY Y P.M. HIRSCH (EDS.): *MARKETS ON TRIAL: THE ECONOMIC SOCIOLOGY OF THE U.S. FINANCIAL CRISES: PART B*. EMERALD GROUP PUBLISHING LIMITED. UK.

ORHANGAZI, Ö (2008): "FINANCIALIZATION AND CAPITAL ACCUMULATION SECTOR: A THEORETICAL AND EMPIRICAL INVESTIGATION ON THE US ECONOMY: 1973-2003". *CAMBRIDGE JOURNAL OF ECONOMICS*, 32, pp. 863-886.

ORHANGAZI, Ö: (2009): "DID FINANCIALIZATION INCREASE MACROECONOMIC FRAGILITY? AN ANALYSIS OF THE US NON FINANCIAL CORPORATE SECTOR", EN J.P. GOLDSTEIN Y M.G. HILLARD (EDS.): *HETERODOX MACROECONOMIC. KEYNES, MARX AND GLOBALIZATION*. ROUTLEDGE. GREAT BRITAIN.

PALLEY, T.I. (2013): *FINANCIALIZATION. THE ECONOMICS OF FINANCE CAPITAL DOMINATION*. PALGRAVE MCMILLAN. FIRST PUBLISHED 2013. PAPERBACK 2014.

PORTER, C.E. Y J.W. TRIFTS (2014): "THE CAREER PATHS OF MUTUAL FUND MANAGERS: THE ROLE OF MERIT". *FINANCIAL ANALYST JOURNAL*, VOL. 70, Nº 4, pp. 55-71.

PWC (2013): *ASSET MANAGEMENT 2020. A BRAVE NEW WORLD*. LONDON.

QUIGGIN, J. (2009): "SIX REFUTED DOCTRINES". *ECONOMIC PAPERS*. VOL, 28, Nº 3, SEPTEMBER, pp. 239-248.

RAJAN, R.G. (2005): "HAS FINANCIAL DEVELOPMENT MADE THE WORLD RISKIER?". *PAPER AT THE 2005 JACKSON HOLE CONFERENCE*. AUGUST.

REINHART, C.M., V.R. REINHART Y K.S. ROGOFF (2012): "PUBLIC DEBT OVERHANGS: ADVANCED ECONOMY EPISODES SINCE 1800". *JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES*, VOL. 22, Nº 3, SUMMER, pp. 69-86.

ROSS, S.A. (2004): "REVIEW OF THE NEW FINANCIAL ORDER BY SHILLER". *JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE*. VOL. XLII, DECEMBER, pp. 1098-1101.

SCHARFSTEIN, D.S. Y J.C. STEIN (1990): "HERD BEHAVIOR AND INVESTMENT". *THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, JUNE, VOL. 80, Nº 3, pp. 465-479.

SENNETT, R. (2006): *LA CULTURA DEL NUEVO CAPITALISMO*. PRIMERA EDICIÓN EN INGLÉS 2006. ANAGRAMA, BARCELONA, 2006.

SHILLER, R.J. (1981): "DO STOCK PRICES MOVE TOO MUCH TO BE JUSTIFIED BY SUBSEQUENT CHANGES IN DIVIDENDS?". *THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, JUNE, PP. 421-436.

SHILLER, R.J. (1989): *MARKET VOLATILITY*. THE MIT PRESS. USA.

SHILLER, R.J. (1999): "SOCIAL SECURITY AND INSTITUTIONS FOR INTERGENERATIONAL, AND INTERNATIONAL RISK-SHARING". *CARNEGIE-ROCHESTER CONFERENCE SERIES ON PUBLIC POLICY*, 50.

SHILLER, R.J. (2000): *IRRATIONAL EXUBERANCE*. PRINCETON UNIVERSITY PRESS. USA. VERSIÓN ESPAÑOLA ED. TURNER, 2003.

SHILLER, R.J. (2001): "BUBBLES, HUMAN JUDGMENT, AND EXPERT OPINION". *COWLES FOUNDATION DISCUSSION PAPER*, 1303, MAY.

SHILLER, R.J. (2003): *THE NEW FINANCIAL ORDER: RISK IN THE FIRST CENTURY*. PRINCETON UNIVERSITY PRESS. USA.

SHILLER, R.J. (2005): "THE LIFE-CYCLE PERSONAL ACCOUNTS PROPOSAL FOR SOCIAL SECURITY: AN EVALUATION". *NBER WP 11.300*. APRIL.

SHILLER, R.J. (2008): *THE SUBPRIME SOLUTION*. PRINCETON UNIVERSITY PRESS. USA.

SHILLER, R.J. (2012): *FINANCE AND THE GOOD SOCIETY*. PRINCETON UNIVERSITY PRESS. UK.

SIEGEL, J.J. (1998): *STOCKS FOR THE LONG RUN. THE DEFINITIVE GUIDE TO FINANCIAL MARKET RETURNS AND LONG-TERM INVESTMENT STRATEGIES*. MCGRAW-HILL, USA.

SIEGEL, J.J. (2005(A)): "PERSPECTIVES ON THE EQUITY RISK PREMIUM", EN *FINANCIAL ANALYSTS JOURNAL*, 60TH. ANIVERSARY ANTHOLOGY CFA INSTITUTE, USA.

SIEGEL, J.J. (2005(B)): *THE FUTURE FOR INVESTORS*. CROWN BUSINESS, USA.

SIEGEL, J.J. Y R.H. THALER (1997): "THE EQUITY PREMIUM PUZZLE". *JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES*, Nº 1, WINTER, PP. 191-200.

SMITH, A. (1776): *THE WEALTH OF NATIONS*. EVERYMAN'S LIBRARY, NEW YORK, REPRINTED 1966. VERSIÓN ESPAÑOLA ED. AGUILAR, MADRID.

SMITH, B.M. (2001): *TOWARD RATIONAL EXUBERANCE. THE EVOLUTION OF THE MODERN STOCK MARKET*. FARRAR, STRAUS AND GIROUD, USA.

TORRERO, A. (1998): *LA OBRA DE JOHN MAYNARD KEYNES Y SU VISIÓN DEL MUNDO FINANCIERO*. CIVITAS, MADRID.

TORRERO, A. (2013): *KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL*. MARCIAL PONS, MADRID.

TURNER, A. (2013): "CREDIT, MONEY AND LEVERAGE: WHAT WICKSELL, HAYEK AND FISHER KNEW AND MODERN MACROECONOMIC FORGOT". *CONFERENCE IN STOCKHOLM SCHOOL OF ECONOMICS*. 12 SEPTEMBER.

TURNER, A. (2014): "TOO MUCH THE WRONG SORT OF CAPITAL FLOW". *CENTRE FOR ADVANCED FINANCIAL RESEARCH AND LEARNING (CAFRAL)*. RESERVE BANK OF INDIA. NEW DELHI, 13 JANUARY.

WOLF, M. (2013): "INTRODUCTION", EN A. SMITHERS: *THE ROAD TO RECOVERY. HOW AND WHY ECONOMIC POLICY MUST CHANGE*. JOHN WILEY & SONS, UK.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en internet

<http://ideas.repec.org/s/uah/wpaper.html>

ISSN: 2172-7856

ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

WP-05/15 EL TRATAMIENTO FISCAL DEL AHORRO FAMILIAR EN ESPAÑA: LA REFORMA DEL IRPF DE 2014

José M. Domínguez Martínez

WP-06/15 ECONOMÍA EUROPEA: ¿HACIA EL ESTANCAMIENTO SECULAR?

Antón Costas y Xosé Carlos Arias

WP-07/15 LA INFLUENCIA DE LA ECONOMÍA EN LA POPULARIDAD Y EN LOS RESULTADOS ELECTORALES DE LOS PARTIDOS POLÍTICOS ESPAÑOLES: UNA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA.

Tomás Mancha Navarro y María Teresa Gallo Rivera

WP-08/15 CREATION AND DIFFUSION OF KNOWLEDGE ACROSS CREATIVE INDUSTRIES IN METROPOLITAN AREAS: THE CASES OF MEXICO AND SPAIN.

Marcos Valdivia López

WP-09/15 EL PAPEL DE LA DESIGUALDAD DE INGRESOS EN EL PROCESO DE CRECIMIENTO EN EUROPA.

Sergio A. Berumen y Luis P. Pérez-Megino

WP-10/15 EL ESPEJO EN EL QUE GRECIA NO DEBE MIRARSE: ARGENTINA EN EL 2001-2002

Flavio E. Buchieri y Tomás Mancha Navarro



Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225
Fax (34)918855211 Email: iaes@uah.es www.iaes.es

INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

DIRECTOR

Dr. D. Tomás Mancha Navarro

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

SUBDIRECTORA

Dra. Dña. Elena Mañas Alcón

Profesora Titular de Universidad, Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

Dr. D. Rubén Garrido Yserte

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

Dr. D. Carlos Iglesias Fernández

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ACTIVIDAD EMPRENDEDORA Y PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Dr. D. Antonio García Tabuena

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

Dr. D. Andrés Maroto Sánchez

Profesor Contratado Doctor
Universidad Autónoma de Madrid

RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

Dra. Dña. Elena Mañas Alcón

Profesora Titular de Universidad
Universidad de Alcalá