

MACROECONOMÍA FINANCIERA

Michel Aglietta

**MACROECONOMÍA
FINANCIERA**

Abya-Yala
2000

Macroeconomía Financiera

Michel Aglietta

1a. Edición Ediciones ABYA-YALA
12 de Octubre 14-30 y Wilson
Casilla: 17-12-719
Teléfono: 562-633 / 506-247
Fax: (593-2) 506-255
E-mail: admin-info@abyayala.org
editorial@abyayala.org.
Quito-Ecuador

Impresión Docutech
Quito - Ecuador

ISBN: 9978-04-598-8

Traducido por Ma. Teresa Jiménez de la versión francesa:
Macroéconomie financière, Éditions La Découverte.
Collection Repères, ISBN 2-7071-2881-3
París 1998, con las debidas licencias.

La traducción de esta obra fue posible gracias al aporte del Ministerio de la Cultura y de la Comunicación de Francia.

Impreso en Quito-Ecuador, 2000

ÍNDICE

Introducción

<i>El fértil terreno de las innovaciones financieras</i>	9
--	---

PRIMERA PARTE

LOS COMPORTAMIENTOS FINANCIEROS Y EL CRECIMIENTO

I / Ahorro e inversión	11
Insuficiencia del ahorro y el crecimiento	13
Banca y crecimiento	14
1. <i>El sector doméstico: libertad financiera y acumulación del patrimonio</i>	16
Incidencias financieras de la acumulación patrimonial: lámina de fondo e inestabilidad de superficie	19
La acumulación patrimonial del sector doméstico y el financiamiento del crecimiento	23
2. <i>Las empresas: rentabilidad sostenida pero con dificultades para financiar el progreso técnico</i>	26
El financiamiento de la inversión: la diversidad de los sistemas nacionales	28
Dificultades de la innovación: los mercados financieros en cuestión	31
II / Mercados financieros: racionalidad e inestabilidad	33
1. <i>La eficiencia en cuestión</i>	34
La dinámica de los precios en los mercados eficientes.	36

2.	<i>Una concepción ampliada de la racionalidad</i>	39
	La diversidad de los operadores	41
	Contagio e inestabilidad de los mercados	43
3.	<i>Los mercados de activos y la economía</i>	46
	Los mercados financieros y el control de las empresas.	46
III /	Los bancos: gestión de la incertidumbre y servicio de la moneda	51
1.	<i>¿Son indispensables los bancos?</i>	52
	Entrega de liquidez: la franquicia bancaria	53
	Los bancos y la función informativa.....	56
2.	<i>Los bancos, los sistemas financieros nacionales y el crecimiento</i>	57
	Los bancos y la organización de las finanzas.....	60
3.	<i>Los bancos a prueba de la liberalización financiera</i>	65
	Los bancos y el porvenir de los sistemas financieros	71
SEGUNDA PARTE		
BANCA, CICLOS Y CRISIS		
IV /	La vuelta de los ciclos financieros	75
1.	<i>Estructuras financieras y regímenes de crédito</i>	77
	Alza tendencial de las tasas nominales (1896-1913 y 1945-1980).....	78
	Baja tendencial de las tasas nominales (1875-1895 y 1980-1993).....	80
	La banca y la regulación del equilibrio ahorro-inversión	82
	Sistemas financieros de estructuras administradas.....	83
	Sistemas financieros de estructuras liberalizadas.....	84
2.	<i>Dinámicas cíclicas de la banca liberalizada: las incidencias de las fluctuaciones del precio de los activos</i>	85
	Dinámica especulativa y endeudamiento	85
	La recesión financiera y el ajuste de las empresas y el sector doméstico.....	87

La duración de la recesión financiera	89
Ciclo de la inversión y acumulación del capital de larga duración	91
3. <i>Dinámicas cíclicas en la banca liberalizada:</i> <i>las incidencias de las restricciones bancarias</i>	94
La influencia de los ajustes bancarios en la oferta del crédito de la economía.....	94
V / El riesgo de sistema y los medios de prevenirlo	98
1. <i>Riesgo de sistema y crisis financieras</i>	100
La definición del riesgo de sistema	100
Las fuentes del riesgo de sistema.....	101
Las crisis en los mercados de acciones.....	104
Las crisis en los mercados de deudas	106
Las crisis bancarias y la economía en la Gran Depresión.....	109
El papel crítico de los bancos en el riesgo de sistema...	110
La fragilidad de los bancos en los años 80.....	113
2. <i>La prevención del riesgo de sistema</i>	114
La diversidad de las estructuras financieras respecto al riesgo del sistema	116
El dispositivo prudencial en depósito.....	118
Los principios del control prudencial.....	120
El oficio del prestamista en última instancia, según el enfoque de Bahegot	123
La renovación del debate sobre el prestamista en última instancia.....	126
VI / La política monetaria	130
1. <i>La liberalización financiera y los crueles dilemas de la política monetaria</i>	132
Los cepos de la banca administrada.....	135
La política de orientación de las tasas de interés en jaque.....	138
El anclaje monetario: la búsqueda del Santo Grial por parte del Bundesbank	140

La cantidad de moneda: el objetivo funcional del Bundesbank	142
La política monetaria en lucha contra la inestabilidad financiera	146
Canales de transmisión modificados y difícilmente controlables	148
2. <i>La política monetaria en la práctica</i>	151
El advenimiento del dogmatismo fanático	152
La vuelta del pragmatismo ilustrado	155
En busca de una definición más completa de la estabilidad monetaria	157
El caleidoscopio de las prácticas monetarias contemporáneas	159
Conclusión. La reorganización de la banca	163
Bibliografía	167

Introducción

EL FÉRTIL TERRENO DE LAS INNOVACIONES FINANCIERAS

La liberación financiera mejora la distribución de recursos en la economía, lo cual es bueno para el crecimiento y el bienestar. Por eso la liberación financiera sólo presenta virtudes. Está a la vanguardia de la nueva era de la información y de la comunicación globales.

Los medios de comunicación han difundido este eslogan de la “vulgata económica” (lo declarado como auténtico) con la atormentadora repetición de un estribillo. Los ministros y altos funcionarios lo han adoptado con una actitud de suficiencia, encantados de la manera en que dismantelaron las regulaciones que había reconstruido la banca tras el naufragio de los años ‘30. Pero en los países desarrollados, el crecimiento decaía década tras década desde los años ‘60. La supuesta mayor eficacia para la banca de mercado, que alcanzó un punto impresionante, no impidió que se gravara el costo del capital con tasas de interés prohibitivas, que no se conocían desde hacía mucho. El relativo dominio de los ciclos por parte de la política económica durante los gloriosos ‘30 dio lugar a una inestabilidad crónica y a marcadas crisis financieras, algunas circunscritas, con consecuencias nefastas para la economía global. La belleza de la transparencia y de la equidad que habría debido suscitar una banca eficaz y competitiva se difuminó tras la fealdad de la corrupción y de los fraudes a gran escala.

El divorcio entre la ideología microeconómica de la banca y la realidad macroeconómica es un reto que los economistas están obligados a superar: de ahí el título de este libro. Su objetivo es desenmarañar los espesos lazos que se dan entre la banca y la economía para tratar de responder a una doble pregunta: ¿Por

qué no ha mantenido sus promesas la liberalización financiera? ¿Qué hay que hacer para organizar la banca, de manera que su desempeño esté más acorde con las esperanzas que suscita? Si queremos dar algunos pasos en esta dirección hay que conocer mejor el poder de la banca y sus modos de influencia sobre la economía. También, es necesario comprender mejor la interacción de las normas y de los mercados, de los controles y de la competencia.

Para cumplir con esta tarea, seguiremos un doble hilo conductor. La primera parte tratará de las relaciones entre la liberación financiera y el crecimiento. Se centrará en el estudio de los comportamientos inducidos por las nuevas lógicas financieras y de su incidencia sobre el crecimiento, es decir, sucesivamente, de los comportamientos de los ahorristas y de las empresas, de los mercados financieros y de los bancos. La segunda parte se centrará en las nuevas regulaciones macroeconómicas, en su carácter cíclico y su vulnerabilidad en las crisis. Pondrá en evidencia la fragilidad de las estructuras financieras contemporáneas, manifestada de una manera espectacular en las crisis de mercado y en las crisis bancarias de finales de los años '80. Esta fragilidad fuerza el regreso de una actividad reglamentaria que se ejerce con un espíritu muy diferente al de la época anterior a la liberación financiera. Se trata de buscar una seguridad global de los sistemas financieros que garantice su viabilidad, al tiempo de preservar lo esencial de las innovaciones que se producen. Según esta perspectiva, la política monetaria tiene igualmente un gran papel que jugar, y actualmente busca encontrar un segundo impulso, pues está fuertemente sacudida por el crecimiento multidireccional de la liquidez y, por lo demás, ha ganado la guerra contra la inflación, con lo cual se ha puesto en primer plano de la regulación macroeconómica.

Entonces, la larga recesión de principios de los años '90 marcó el fin de una época. Las grandes turbulencias no han terminado. Pero los agentes económicos toman conciencia de que la banca no puede funcionar totalmente sola, sin protecciones ni orientaciones. Y el compromiso de este libro es exponerlas.

PRIMERA PARTE

LOS COMPORTAMIENTOS FINANCIEROS Y EL CRECIMIENTO

I / Ahorro e inversión

En los años '80, la liberalización financiera salió del mundo anglosajón. No sólo se esperaba de ella mejores servicios para sus demandantes; se pensaba que se establecería una mejor relación macroeconómica entre la banca y la economía. Todo ello debía pasar por una mayor eficacia de los mercados de capitales que posibiliten los compromisos entre las intenciones de ahorro y las necesidades de inversión.

El ahorro podía estimularse a través de mayores posibilidades en las inversiones de capital y con protecciones contra los riesgos mejor adaptados a las necesidades de cada cual. Una mayor diversidad de los métodos de financiamiento y una evaluación más competitiva de los rendimientos exigidos a las empresas por parte de la comunidad financiera debían favorecer la inversión.

Los acontecimientos no han satisfecho las esperanzas. En todos los países, el ahorro y la inversión nacionales han declinado (*cuadro I*). En algunos, como Estados Unidos o Alemania, el descenso de la tasa de ahorro es mayoritario. En otros, como Japón o el Reino Unido, la disminución de la tasa de inversión es aún mayor. En Francia, el descenso es análogo y más pronunciado que en otros países. Pero en todas partes la tasa de interés real fue claramente más alta en la década de los '80, y la tasa de crecimiento, más baja que en los años '60 (*cuadro II*).

CUADRO I
**AHORRO, INVERSIÓN Y TASAS DE INTERÉS REALES
 DURANTE TRES DÉCADAS Y MEDIA (EN PROMEDIOS)**

<i>País</i>	<i>1961- 1970</i>	<i>1971- 1980</i>	<i>1981- 1990</i>	<i>1991- 1996</i>
<i>Tasa de interés real a largo plazo¹ (en % anual promedio)</i>				
Estados Unidos	2,60	1,31	6,20	3,06
Japón	3,70	-0,19	4,78	2,88
Alemania	3,85	3,16	5,00	4,27
Francia	2,17	0,21	5,57	3,35
Reino Unido	2,86	-1,34	5,00	4,70
<i>Tasa de ahorro bruto nacional (en % del PIB)</i>				
Estados Unidos*	19,8	19,5	17,1	14,9
Japón*	35,9	34,4	31,9	32,6
Alemania	27,3	23,7	21,6	21,1
Francia	27,5	25,4	20,2	19,4
Reino Unido	17,0	17,5	16,2	13,6
<i>Tasa de inversión bruta nacional (en % del PIB)</i>				
Estados Unidos*	18,8	19,3	19,1	16,1
Japón*	36,4	33,8	29,6	30,0
Alemania	26,6	23,0	18,9	21,9
Francia	26,7	25,2	20,9	18,9
Reino Unido	18,9	19,6	16,8	14,5

1. Las tasas de interés reales a largo plazo son las tasas de las obligaciones del Estado, (o estatales) corregidas a la inflación anticipada en un período de diez años. *Fuente:* Warren Tease, Andrew Dean, Thomas Egebo, Gorgen Elmeskov, Peter Hoeller, "Real Interest Rate Trends: the Influence of Saving, Investment and other Factors", *Working Paper*, OCDE, 1991.

* Datos: 1991-1995.

Fuente: OCDE, cuentas nacionales.

Sin embargo, y desde una perspectiva más larga, fueron las tasas de crecimiento de los años 60 las particularmente altas. Las de los años 80, en los grandes países occidentales, se inscribieron normalmente en una tendencia de más largo plazo. [Cohen, 1994]*. Pero en el período 1991-1995, sólo Estados Unidos ha es-

* Los nombres entre corchetes remiten a la bibliografía al final del volumen.

CUADRO II
 CRECIMIENTO EN CINCO GRANDES PAÍSES DE LA OCDE
 (TASAS ANUALES PROMEDIOS EN %)

<i>País</i>	1960-1973	1973-1979	1980-1990	1991-1995
Estados Unidos	3,9	2,9	2,4	2,3
Japón	9,7	4,1	3,9	1,3
Alemania	4,4	2,7	2,1	1,7
Francia	5,4	3,1	2,1	1,1
Reino Unido	3,1	2,3	2,3	1,2

Fuente: OCDE, cuentas nacionales.

tabilizado su tasa de crecimiento. Los otros países han experimentado un profundo marasmo desde muy temprano durante esta década.

Pero la atención de los expertos y la de los gobiernos se dirigió a la disminución de la tasa de ahorro. Muchos discursos oficiales al respecto han acusado aisladamente a la declinación de las tasas de inversión, a las altas tasas reales de interés y a las tasas de crecimiento más bajas que las de las ostentosas décadas de la posguerra [informe del grupo Distribución internacional del ahorro, CGP, junio de 1991].

La insuficiencia de ahorro y crecimiento

Para poder responsabilizar al comportamiento del ahorro por la disminución constante de crecimiento, aún se necesita que la tasa del crecimiento tendencial sea sensible a la tasa de ahorro global de la nación, más allá de las fluctuaciones cíclicas. De una forma más general, que la tasa de crecimiento dependa de las condiciones de formación del equilibrio entre ahorro e inversión.

Esto puede parecer sorprendente, pero la teoría neoclásica desarrollada para explicar el gran crecimiento tras la Segunda Guerra Mundial no establece dicha relación. Más bien, ese crecimiento se debe al progreso técnico y al incremento de la pobla-

ción activa. Como éste ha sido muy modesto en Occidente, podemos admitir que, según los países, las tres cuartas partes de la totalidad del crecimiento de la posguerra provienen del progreso técnico.

Para la teoría neoclásica, se trata de un factor de producción muy especial. Es autónomo, capaz de aumentar indefinidamente, y disponible sin costo alguno, como un bien libre. ¡No necesita, entonces, de financiamiento! Lo cual lo vuelve independiente del ahorro. Pero determina la tasa de crecimiento tendencial de la economía nacional. Aunque exista insuficiencia o escasez de ahorro, eso sólo puede ser un fenómeno de corto plazo que no puede dar cuenta de la disminución de la tasa de crecimiento en más de una década.

El único efecto permanente de un descenso duradero de la tasa de ahorro nacional es desplazar la senda de crecimiento de la producción y del capital, sin modificar la tasa de crecimiento. Las sendas de crecimiento son paralelas con un mismo ritmo de progreso técnico. Lo cual significa que, cuando la tasa de ahorro es menor, siempre es más bajo el nivel real de ingresos per cápita y más alta la tasa de interés real. Pero el rendimiento entre los niveles que corresponden a dos tasas de ahorro distintas es constante en el tiempo.

Falta aún recalcar que nada en este análisis especifica al ahorro. El descenso exógeno de la productividad del capital, que parece producirse durante los años '80, juega exactamente el mismo papel. La banca, que para nuestro objetivo da más molestias, es la que más carece de voz en esta concepción del crecimiento. Para insertarla seriamente en la evolución económica de largo plazo, se necesita un marco teórico que supere esta aporía fundamental. La teoría del crecimiento endógeno nos proporciona dicho marco [Pagano, 1993].

Banca y crecimiento

La teoría del crecimiento endógeno [Guellec, Ralle, 1995] conserva la idea esencial de que el progreso técnico es un factor

especial, que es el motor del crecimiento. Pero deja de lado la hipótesis de que es un bien libre, del que se dispone gratuitamente. La particularidad del progreso técnico está en la actividad que lo produce: el conocimiento científico y técnico. Pues el conocimiento no sufre de rendimientos decrecientes: su rendimiento no disminuye a medida que se lo acumula. El conocimiento es un capital que puede ponerse en reserva sobre un gran número de soportes: ideas científicas que al ser creadas se conocen públicamente, protocolos técnicos puestos en patentes, sistemas de información y de comunicación, equipos e infraestructuras colectivas, destrezas incorporadas a los seres humanos.

Sea cual sea el soporte, debe producirse el conocimiento; éste absorbe recursos que no están disponibles para la producción corriente. Pero su propio producto, el progreso técnico, aumenta la garantía de la productividad de los sectores de producción que lo movilizan. Se dice que proporciona externalidades positivas. Como el flujo de nuevos conocimientos no sufre del decrecimiento de los rendimientos, el progreso técnico puede mantener una tasa de crecimiento constante a largo plazo [Romer, 1986].

La teoría moderna del progreso técnico da cuenta de la capacidad que tienen las economías capitalistas para desafiar al Estado estacionario. Lo hace mejor que la antigua teoría neoclásica, porque admite que el progreso técnico no es un maná del cielo, sino que debe producirse. Por eso el crecimiento es endógeno. Pero entonces debe financiarse la producción del progreso técnico. El crecimiento depende, así, de las condiciones de formación del equilibrio ahorro-inversión, en la medida en que influyen la acumulación de los factores que determinan la trayectoria del progreso técnico.

Este es el hilo conductor que vamos a seguir en la primera parte de este libro. El vínculo entre el crecimiento y el sistema financiero pasa por el financiamiento de la producción de las innovaciones técnicas. Ahora bien, la organización del financiamiento del progreso técnico se enfrenta a considerables dificultades. La producción de las innovaciones es incierta por esencia.

Los agentes privados susceptibles de asumirla pueden ser reticentes a ello, porque anticipan incorrectamente los rendimientos de las inversiones necesarias. Pueden ser demasiado prudentes porque temen que los beneficios de sus esfuerzos se les escapen, debido a externalidades relacionadas con el progreso técnico. El crecimiento puede adolecer, entonces, de una falta de capacidades de financiamiento dispuestas a apostar por la innovación.

En los años '80, una enorme expansión financiera coincidió con la disminución duradera del crecimiento tendencial en los países desarrollados. Debemos estudiar las relaciones entre estos dos fenómenos. Sabemos que pasan por el financiamiento de la innovación. Hay que comprender, por tanto, cómo actuó en este proceso la liberación financiera, con el estudio de los comportamientos del sector doméstico o familias y de las empresas bajo la óptica de los factores que favorecen o desfavorecen la orientación del ahorro hacia el financiamiento de la innovación. En los capítulos II y III, entraremos en lo más profundo de los sistemas financieros para examinar en qué medida las transformaciones de la banca, favorecieron u obstaculizaron el crecimiento.

1. El sector doméstico: libertad financiera y acumulación del patrimonio

El descenso de la tasa de ahorro del sector doméstico ha impresionado grandemente a los comentaristas. Su amplitud fue distinta según los países (*cuadro III*). Nuestro objetivo no será comparar los niveles de las tasas de ahorro entre países, sino sólo las evoluciones para cada uno de ellos en el tiempo.

El descenso no fue general en los años '80. La tasa de ahorro doméstica permaneció estable en Alemania y en Suiza aumentó continuamente. Estos países tenían en los '70 una inflación menor que los otros; por tanto, en los años '80 tuvieron una *desinflación* menos amplia. También permanecieron al margen de los desórdenes de la innovación financiera; las familias/sector doméstico hicieron allí un prudente uso del crédito. Estas observaciones indican que no hubo ruptura misteriosa de los com-

CUADRO III
TASA DE AHORRO DEL SECTOR DOMÉSTICO
(PROMEDIO EN % DE LOS INGRESOS DISPONIBLES
EN LOS DIVERSOS PERÍODOS)

<i>País</i>	1976- 1980	1981- 1985	1986- 1989	1990- 1993	1994- 1997
Estados Unidos	7,6	8,2	5,5	5,3	4,8
Japón	20,4	16,5	13,8	13,0	12,4
Alemania	12,6	12,0	12,5	12,9	11,5
Francia	18,7	15,9	11,6	13,4	13,3
Italia	26,9	21,4	17,7	17,7	13,8
Reino Unido	11,3	11,1	7,1	10,3	10,5
Suecia	4,1	2,7	-2,8	4,3	7,1
Suiza	4,2	5,6	9,1	12,4	9,7

Fuente: OCDE en las definiciones y datos nacionales

portamientos de ahorro en Occidente. Las adaptaciones del sector doméstico se explican por su entorno, que tanto ha cambiado en algunos países mientras que en otros ha permanecido estable. Ello se confirma en los países europeos durante los años '90. El ahorro descendió en aquellos países donde era estable (Alemania, Suiza) y en los países donde era muy elevado (Italia). En tanto, se corrigió al alza en aquellos donde había descendido considerablemente (Francia, Reino Unido y sobre todo Suecia).

Para considerar las modulaciones del medioambiente económico y financiero, hay que englobar las variaciones de las tasas de ahorro dentro de un comportamiento patrimonial. Tenemos todas las razones para creer que es general en todos los países de niveles de desarrollo similares.

Se puede suponer que el sector doméstico busca una *razón matemática* (a) deseada de su riqueza (W) en sus ingresos disponibles (Y): $W = aY$ con $a = \text{constante}$. ¿Cuáles deberían ser las consecuencias de este comportamiento sobre la tasa de ahorro del sector (S/Y) si se hubiera comprobado? La variación de la riqueza en el tiempo (ΔW) sería proporcional a la variación del ingreso (ΔY). En una relación de largo plazo donde el ingreso cre-

ce a un ritmo regular y donde los precios relativos son estables, la variación de la riqueza sería igual al ahorro, ya que no habría plusvalías o disminuciones de valor sobre los activos patrimoniales. La tasa de ahorro sería entonces:

$$s = \frac{S}{Y} = \frac{\Delta W}{Y} = \frac{\Delta W}{\Delta Y} \frac{\Delta Y}{Y} = a.g.,$$

donde g es la tasa de crecimiento del ingreso.

La tasa de ahorro debería descender al ritmo de la disminución tendencial del ingreso. Pero sucede que, empíricamente, se encuentra que el descenso de la tasa de ahorro, cuando la hay, es muy inferior a la disminución de la tasa de crecimiento. Entonces, es que esa *razón matemática* se elevó. *El medioambiente económico y financiero permitió una acumulación tendencial del patrimonio del sector doméstico*; esto lo confirman las cifras del cuadro IV. Hay que distinguir cuidadosamente, por tanto, dos efectos opuestos de la variación de la riqueza: el incremento de la *razón matemática 'a'* hace subir la tasa de ahorro o frena su descenso cuando el ritmo tendencial de los ingresos reales declinan; el incremento temporal de la relación/razón W/Y por encima de la *razón matemática 'a'*, bajo el efecto del incremento real imprevisto de los precios de los activos, incita al sector doméstico a ahorrar menos y hace descender la tasa de ahorro para reencontrar su *razón matemática 'a'*. Aunque la liberalización financiera provocó los dos fenómenos, uno permanente y el otro temporal, no distinguirlos conllevó las mayores ambigüedades en los diagnósticos respecto del ahorro del sector doméstico.

Así pues, la desinflación valoriza los elementos de la riqueza que no son indexados. Si es rápida, hace descender la tasa de ahorro, porque la *relación matemática* de la riqueza en los ingresos se eleva por encima del valor deseado. Por el contrario, un alza débil de los precios y el hecho de que las familias la puedan anticipar de manera permanente constituyen elementos favorables en la acumulación de la riqueza. La tasa de ahorro puede remontarse porque las familias buscan un nivel de riqueza relacio-

nado con su ingreso más elevado antes que con una inflación permanente más rápida.

La demografía también influye en el largo plazo, pues la acumulación patrimonial se inscribe en el ciclo vital [Coudert, 1990]. Según esta teoría, la estrategia patrimonial se modula por tres fases de la vida adulta. Los jóvenes adultos consumen más de lo que ganan y toman del crecimiento de sus ingresos futuros préstamos anticipados. Los adultos de edad madura tienen ingresos crecientes y ahorran para reembolsar sus deudas y constituir una riqueza financiera e inmobiliaria con vistas a su jubilación. Los jubilados, en su mayoría, se gastan su riqueza hasta que mueren. De lo cual se deduce que un resbalón en la estructura demográfica de los países hace evolucionar la tasa de ahorro promedio de las familias. Un desplazamiento de la pirámide de las edades de la primera a la segunda clase eleva la tasa de ahorro. Un desplazamiento de la segunda a la tercera clase la hace descender. Pero este factor estructural es de una gran inercia. Aunque haya actuado en los años '80, especialmente en Estados Unidos (preponderancia de la población joven) y Japón (preponderancia de la población madura), las transformaciones rápidas y profundas del medioambiente financiero lo han dominado.

Incidencias financieras de la acumulación patrimonial: lámina de fondo e inestabilidad de superficie

El cuadro IV ilustra una progresión fuerte y general de la *relación matemática* del patrimonio financiero neto en el ingreso disponible sobre el conjunto de los 15 años en cuestión. En la segunda mitad de los años '80, los países cuyo incremento relativo del patrimonio neto fue mayor son también los que experimentaron la más fuerte apreciación real de los precios de los activos patrimoniales, aparte de los títulos de créditos y de deudas (inmobiliario residencial y comercial, acciones) (*cuadro V*). En los años '90, el alza de la bolsa fue el factor del enriquecimiento del sector doméstico, salvo en Japón.

CUADRO IV
PATRIMONIO BRUTO Y NETO DEL SECTOR DOMÉSTICO
(INFORME DEL INGRESO NOMINAL DISPONIBLE,
PROMEDIOS PARA LOS PERÍODOS DE LOS VALORES
DE LOS ACTIVOS Y LOS CONTRATOS A FINALES DE AÑO)

<i>País</i>	<i>1981- 1985</i>	<i>1986- 1989</i>	<i>1990- 1992</i>	<i>1993- 1996</i>
Estados Unidos				
activos reales	2,35	2,36	2,23	2,09
activos financieros	3,27	3,67	3,80	4,08
compromisos/contratos	0,75	0,87	0,92	0,97
patrimonio neto	4,87	5,16	5,12	5,20
patrimonio financiero neto	2,52	2,80	2,89	3,11
Japón ¹				
activos reales	3,97	5,50	5,56	4,46
activos financieros	2,31	3,18	3,32	3,35
compromisos/contratos	0,85	1,03	1,14	1,11
patrimonio neto	5,43	7,65	7,74	6,71
patrimonio financiero neto	1,46	2,15	2,18	2,24
Alemania ^{1 - 2}				
activos financieros	1,73	1,97	1,93	2,02
compromisos/contratos	0,15	0,17	0,17	0,17
patrimonio financiero neto	1,58	1,80	1,76	1,85
Francia				
activos reales	3,02	2,91	2,71	2,57
activos financieros	1,45	2,04	2,18	2,48
compromisos/contratos	0,60	0,75	0,80	0,70
patrimonio neto	3,87	4,20	4,09	4,35
patrimonio financiero neto	0,85	1,29	1,38	1,77
Reino Unido				
activos reales	2,88	3,67	3,55	2,88
activos financieros	2,34	3,09	3,28	3,84
compromisos/contrato	0,74	1,01	1,16	1,10
patrimonio neto	4,48	5,75	5,67	5,63
patrimonio financiero neto	1,60	2,08	2,12	2,75

1. Datos para el período 1993-1995.

2. No hay cifras disponibles en Alemania sobre los activos reales y los contratos correspondientes. Los créditos hipotecarios no están comprendidos entonces en los compromisos censados.

Fuente: OCDE-Perspectivas económicas, diciembre de 1997. Anexo estadístico, cuadro A63, BRI, 64^º informe anual. Anexo estadístico, cuadro 56, p. A62, para el período 1981-1985.

CUADRO V
NIVEL DEL PRECIO REAL DE LOS ACTIVOS PATRIMONIALES
(TASA EN BASE 100 EN 1980)

<i>País</i>	<i>En 1989</i>	<i>En 1992</i>
Estados Unidos	130	135
Reino Unido	166	147
Japón	233	160
Francia	150	140
Alemania	135	132

Fuente: BRI, 63º informe anual, capítulo VII.

Estas evoluciones pueden relacionarse con las de las tasas de ahorro (*cuadro III*). Observamos así que Alemania, con la tasa de ahorro más estable, también es el país donde menos aumentó el valor relativo del patrimonio financiero neto del ingreso. Los otros países, que experimentaron un descenso tendencial de sus tasas de ahorro, sufrieron un descenso tanto más fuerte cuanto que el patrimonio financiero neto progresaba más vivamente. Debemos hacer una mención especial del Reino Unido y sobre todo de Japón, donde la extrema virulencia de la especulación inmobiliaria a finales de los años '80 amplificó las variaciones del patrimonio neto global en relación con el patrimonio financiero.

Sin embargo, y aunque la teoría patrimonial da clara cuenta de las grandes inflexiones de las tasas de ahorro del sector doméstico, las consecuencias de la liberalización financiera para éste no se acaban en el solo examen del patrimonio neto. Efectivamente, se observa que el apogeo de la riqueza del sector doméstico proviene a la vez de la expansión de los activos y de los contratos financieros.

La desregulación de la banca abrió nuevas perspectivas al ahorro, que salió de sus refugios tradicionales, dentro de los bancos y de las cajas de ahorro, hacia mercados de bonos y las adquisiciones inmobiliarias. Los inversores institucionales (compañías

de seguros y cajas de jubilación) canalizarán ese despliegue, al ser obligados por la competencia a hacer gestiones más dinámicas de cartera que se les confiaban. Así mismo, lo animaron nuevos intermediarios de mercado, fondos de participación y casas de valores o títulos de todo tipo. La pasión del sector doméstico estuvo a la medida de las esperanzas de aumentar el capital que suscitaban los mercados abiertos, desregulados y estimulados por ventajas fiscales.

El cambio de estructura de ahorro creó flujos de liquidez hacia los mercados de activos cuya oferta era completamente rígida (como el inmobiliario antiguo), o bien contraída (como las acciones en los países anglosajones al ocurrir las fusiones empresariales), o bien sumamente subvaluada (como las acciones de las empresas privatizables). El exceso de demanda conllevó la apreciación real de los precios de los activos, lo cual alimentó la anticipación de alzas aún más fuertes, y con ello una disposición mucho más importante del ahorro para inversión de capital, en contra de los depósitos y a favor de los elementos patrimoniales generadores de plusvalías. El crédito jugó un papel decisivo en esta amplificación, de ahí la importancia de los contratos en los balances del sector doméstico. Pues los bancos, privados de ingresos por el desapego de la clientela hacia su oficio tradicional, quisieron participar en el banquete de la banca de mercado. Por eso tomaron prestados los recursos que les faltaban debido a la sangría de los depósitos para préstamos al sector doméstico, empuñado en la acumulación patrimonial. Los bancos crearon así un doble efecto de palanca: directo, por sus préstamos para la adquisición de activos, e indirecto, por sus préstamos al consumo con los elementos patrimoniales como garantía, lo que evitaba que el sector doméstico vendiera esos activos al tiempo que mantenía su consumo.

El cuadro VI muestra el rastro de estos procesos en los balances del sector doméstico. En Estados Unidos, una *financiación* cada vez más alta bajo el efecto de la adquisición de acciones se acompaña de un endeudamiento cada vez mayor y de largo pla-

zo para una parte creciente. Tanto el Reino Unido, con una débil parte de acciones, como Francia, con una pasión extraordinaria, siguen la misma evolución (con algunas modificaciones). Es cierto que las diferencias respecto de las acciones son mayormente institucionales. El débil desarrollo del ahorro institucional en Francia permitió el apogeo excepcional de la SICAV (tratadas como acciones). Por el contrario, la poca importancia directa de las acciones en los otros países es el corolario de la acumulación institucional (fondos de pensión, etc.). En Japón, el endeudamiento no progresa en relación a los activos. En el Reino Unido progresa poco, mientras que su incremento es muy vivo respecto del ingreso en estos dos países (*cuadro IV*). La razón se encuentra en estrecha correlación entre el endeudamiento y las fortísimas fluctuaciones de los precios de los activos, es decir a la evolución sincrónica del numerador y el denominador de la *razón matemática* de endeudamiento.

La acumulación patrimonial del sector doméstico y el financiamiento del crecimiento

La liberalización financiera abrió la vía a una acumulación de la riqueza privada mucho más rápida que antes. Pero el vector principal del autofortalecimiento de la riqueza no fue la producción de bienes y servicios nuevos, pues descendió la tasa de crecimiento de la producción. Eso fue la inflación del precio de los activos reales (terrenos urbanos y propiedades inmobiliarias) y financieros (acciones) mucho más rápida que el alza del nivel general de precios. Hubo entonces un alza de precios reales de los activos, no sostenida por un incremento compatible de los flujos de ingresos futuros. La participación mayor de los rendimientos se formó de esperanzas de aumentar ganancias en el capital. Los activos que permiten el enriquecimiento del sector doméstico tenían una rígida oferta: eran negociables en los mercados secundarios, eran los soportes prácticos para las transferencias de derechos de propiedad. Ellos atraieron comportamientos especulativos, donde las esperanzas de aumentar el capital se nu-

CUADRO VI
INDICADORES DE ESTRUCTURA DE LOS BALANCES
DEL SECTOR DOMÉSTICO
(TODOS LOS INDICADORES ESTÁN EN %)

	1981- 1985	1986- 1989	1990- 1992	1993- 1996
Estados Unidos				
Tasa de financiación ¹	58,1	60,9	63,0	66,1
Participación de las acciones en los activos financieros	13,9	15,8	18,5	23,8
Tasa de endeudamiento ²	13,4	14,4	15,2	15,7
Participación de largo plazo en los contratos	63,3	66,1	70,3	68,6
Japón				
Tasa de financiación ¹	36,8	36,7	37,4	42,9
Participación de las acciones en los activos financieros	10,8	20,0	14,8	10,4
Tasa de endeudamiento ²	13,5	11,9	12,8	14,2
Participación de largo plazo en los contratos	40,7	40,3	42,2	47,0
Alemania				
Participación de las acciones en los activos financieros	4,6	6,8	5,2	5,4
Tasa de endeudamiento ³	9,0	8,7	8,9	8,4
Participación de largo plazo en los contratos	67,9	66,7	68,7	71,1
Francia				
Tasa de financiación ¹	32,5	41,7	44,6	49,0
Participación de las acciones en los activos financieros	18,4	38,7	42,3	39,8
Tasa de endeudamiento ²	13,4	15,4	16,4	13,9
Participación de largo plazo en los contratos	66,8	62,6	59,5	67,2
Reino Unido				
Tasa de financiación ¹	44,7	44,3	48,1	57,1
Participación de las acciones en los activos financieros	10,6	12,5	14,7	16,0
Tasa de endeudamiento ²	14,1	14,8	16,9	16,3
Participación de largo plazo en los contratos	59,9	64,6	67,6	70,6

1. Tasa de financiación =
$$\frac{\text{activos financieros}}{\text{activos financieros} + \text{activos reales}}$$
2. Tasa de endeudamiento =
$$\frac{\text{contratos totales}}{\text{activos totales}}$$
3. Tasa de endeudamiento financiero =
$$\frac{\text{contratos (fuera del endeudamiento para las adquisiciones inmobiliarias)}}{\text{activos financieros}}$$

Fuente: cálculos conformes a estas definiciones a partir de las cifras del cuadro IV y participación de las acciones en las mismas fuentes OCDE y BRI.

trían con la sola fuerza de la corriente compradora de cara a la inmutabilidad de la oferta.

Se comprende que el desarrollo de tales mercados especulativos, fundados en activos existentes, permitiera un enriquecimiento privado sin estimular la inversión productiva. La tendencia más fuerte en la búsqueda de este enriquecimiento durante los '80 fue la orientación del ahorro hacia los inversores institucionales, gracias al apogeo en muchos países de los regímenes de jubilación por capitalización que estimularon las perspectivas del envejecimiento demográfico.

Los modelos de generaciones traslapadas incorporan la distinción entre la adquisición de derechos de propiedad no reproductibles, así como de créditos en inversiones productivas [Tirole, 1985]. El primer tipo de activos rinde la plusvalía al momento de la transferencia gracias al alza de los precios. La cual no depende de la intensidad de la demanda, que a su vez sólo depende de la anticipación de la búsqueda del alza del precio. Por el contrario, el rendimiento de los créditos a las empresas se determina a largo plazo por la productividad marginal del capital productivo.

El ahorro invertido en las transferencias de propiedad de los activos existentes es improductivo; el ahorro invertido en el financiamiento de las inversiones de las empresas es productivo. Por tanto, la banca no es neutra, ni siquiera a largo plazo, porque influye en la distribución del ahorro entre estos dos tipos de asientos. Con un crecimiento endógeno, el desplazamiento del ahorro hacia la inversión de capitales improductivos afecta desfavorablemente a la tasa de crecimiento. Las plusvalías esperadas sobre las transferencias de propiedad desestimulan las apuestas empresariales por la innovación y fuerzan el alza de la tasa de interés real hasta el nivel que vuelve competitivo el rendimiento de los créditos con el de los activos especulativos. A su vez, este elevado nivel de la tasa de interés real sólo autoriza las inversiones cuyos rendimientos prospectivos, ajustados a los riesgos específicos de esas operaciones, superan esa barrera.

De lo cual se concluye que este doble aspecto de la liberación financiera, el apogeo de los mercados de activos financieros y la institucionalización del ahorro pudieron favorecer el enriquecimiento privado en detrimento del crecimiento del ingreso para toda la sociedad. Para fundamentar mejor este resultado hay que estudiar con más precisión cómo repercute sobre las empresas este entorno financiero.

2. Las empresas: rentabilidad sostenida pero con dificultades para financiar el progreso técnico

Las empresas supieron conservar una rentabilidad satisfactoria (*cuadro VII*). Este es, sobre todo, el caso de Estados Unidos, donde la rentabilidad del capital no dejó de mejorar de período en período. Como la participación de los ingresos del capital sólo aumentó modestamente, la productividad del mismo se enderezó fuertemente gracias a economías de capital obtenidas en la reestructuración de las empresas. En los países europeos, la tasa de rendimiento del capital declinó antes de 1985 y luego se recuperó, hasta alcanzar 10 años después niveles muy altos, y hasta más altos que los de los años '70. Salvo Japón, cuya disminución de la tasa de crecimiento fue muy fuerte e irreversible tras la primera crisis del petróleo. El rendimiento del capital se ajustó rápidamente a la tasa de crecimiento más baja, y se estabilizó. Al contrario que en Estados Unidos, el mejoramiento de la rentabilidad en los países de Europa continental se debió principalmente al desplazamiento del reparto de los ingresos en favor de los réditos. Sin embargo, se observa que la rentabilidad del capital no garantizó en absoluto la inversión productiva. El ritmo inversor fue particularmente inestable de un período al otro, sobre todo en Europa. Por tanto, es razonable preguntarse si la inestabilidad de la inversión está en relación con el entorno financiero del crecimiento.

Como el crecimiento depende, en primer lugar, de la inversión productora de innovaciones, es legítimo interesarse en particular por las evoluciones en este campo. Los gastos de inves-

CUADRO VII
RENTABILIDAD MEDIA E INVERSIONES DE LAS EMPRESAS*
 (PARTE DEL RENDIMIENTO DE CAPITAL INCLUIDO EL VALOR AGREGADO
 Y LA TASA DE RENDIMIENTO EN % PROMEDIO
 FCBF EN TASA DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO)

<i>País</i>	1970- 1980	1981- 1985	1986- 1989	1990- 1993	1994- 1996
Estados Unidos					
Participación de los ingresos del capital	32,3	33,1	33,7	33,6	34,1
Tasa de rendimiento del capital	19,4	19,7	22,7	24,2	26,8
FBCF sector privado en volumen	5,0	4,3	0,9	0,5	8,9
Japón					
Participación de los ingresos del capital	33,5	30,3	33,1	33,8	32,2
Tasa de rendimiento del capital	16,9	13,2	14,3	14,3	13,1
FBCF sector privado en volumen	2,6	6,0	9,8	0,0	1,6
Alemania					
Participación de los ingresos del capital	33,7	32,8	35,4	35,3	36,7
Tasa de rendimiento del capital	13,3	11,4	12,7	13,0	13,8
FBCF sector privado en volumen	1,5	0,0	5,3	2,1	0,8
Francia					
Participación de los ingresos del capital	35,4	33,5	39,1	39,9	41,1
Tasa de rendimiento del capital	14,3	12,0	14,7	15,2	15,8
FBCF sector privado en volumen	2,4	-0,9	7,7	-1,9	1,5
Italia					
Participación de los ingresos del capital	34,3	35,2	38,2	36,7	41,7
Tasa de rendimiento del capital	11,9	12,0	14,3	13,9	15,3
FBCF sector privado en volumen	2,5	-3,0	7,9	-4,1	5,6
Reino Unido					
Participación de los ingresos del capital	30,0	31,10	30,6	28,1	31,5
Tasa de rendimiento del capital	10,0	9,4	9,9	9,9	12,3
FBCF sector privado en volumen	1,9	5,5	10,2	-5,1	3,9

* Los sectores de empresas comprenden las sociedades privadas y las empresas individuales. El ingreso del capital comprende el excedente bruto de explotación de las sociedades y a una parte del ingreso de los trabajadores independientes. El stock del capital es bruto.

Fuente OCDE, Perspectivas económicas, diciembre 1997, anexo estadístico, tablas 6, 22, 23

CUADRO VIII
GASTOS DE LAS EMPRESAS EN INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO
 (TASA DE CRECIMIENTO ANUAL PROMEDIO, EN PRECIOS CONSTANTES)

<i>País</i>	<i>1975-1981</i>	<i>1981-1985</i>	<i>1985-1989</i>	<i>1989-1991</i>
Estados Unidos	4,5	8,6	1,3	-0,8 ¹
Japón	8,2	11,2	7,4	6,6
Alemania	6,1	5,2	3,8	- 1,7
Francia	4,4	4,9	4,7	4,4
Italia	4,9	8,5	6,6	4,9 ¹
Reino Unido	4,1	1,9	4,8	-5,4

1 Período 1989-1992.

Fuente: OCDE, basado en las donaciones a la ciencia y la tecnología.

tigación y desarrollo (R&D) de las empresas dan una indicación; dichos gastos sufrieron un marcado descenso desde 1986 (*cuadro VIII*).

Aunque la innovación sea un proceso muy complejo, la simultaneidad entre el brutal frenazo de los gastos R&D y la gran especulación sobre los activos bursátiles e inmobiliarios merece una investigación más detallada.

El financiamiento de la inversión: la diversidad de los sistemas nacionales

Una dimensión importante de la liberalización financiera fue el desarrollo de nuevos productos de mercado: bonos negociables y contratos asociados con estos bonos (productos derivados). Se puede pensar que influyen positivamente sobre el financiamiento de la inversión de tres maneras: aportan nuevos medios de concesión del ahorro, reducen el costo del capital y facilitan la diversificación de los riesgos. Sin embargo, pocos instrumentos financieros de los años '80 tuvieron una influencia globalmente significativa. Si la tuvieron, es de una forma muy discriminatoria en beneficio exclusivo de los emisores de primera calidad. Las otras empresas, especialmente las PME (pequeñas y medianas empresas), con un fuerte potencial de crecimiento, si-

guieron siendo dependientes de instrumentos habituales de financiamiento, proporcionados por los bancos. Pero debieron pagar costos más elevados para compensar la presión sobre los réditos bancarios, debido a la competencia de los mercados que hicieron perder a los bancos grandes clientes, con volúmenes de negocios en otro tiempo importantes y de poco riesgo.

El financiamiento de las empresas no financieras aumentó en la mayoría de los países durante la década de los '80. Pero la estructura de su financiamiento neto evidenció en todas partes la preponderancia del autofinanciamiento y (o) del crédito tradicional (*cuadro IX*). El proceso de hacer de la banca un mercado no consiste entonces en suplir el financiamiento intermediado por un financiamiento directo. Se trata mucho más, de la dependencia del conjunto de los financiamientos frente a los precios de mercado.

Más allá de este aspecto, la diversidad de las estructuras de financiamiento nacional de las empresas salta a la vista y demuestra claramente que la globalización financiera no debe comprenderse mecánicamente como una homogeneización de los medios de financiamiento de las empresas, como no lo es la homogeneización de las inversiones de capital de las empresas. Los sistemas nacionales de financiamiento ponen una gran resistencia a la globalización. Lo que cambia es su funcionamiento y su papel en la regulación macroeconómica.

La permanencia de las estructuras ilustra tipos de capitalismo financiero. Sólo Estados Unidos tiene un sistema directamente fundado sobre el mercado. El autofinanciamiento de las empresas es muy alto y el financiamiento obligatorio es la principal fuente externa. Al ser el sector doméstico los accionistas mayoritarios, las empresas están muy poco financiadas, aunque aumentara su cantidad en los años '80. Para protegerse de las OPA, los gestores de las empresas volvieron a comprar sus propias acciones y se endeudaron con emisiones de obligaciones de pacotilla. También fue negativa la contribución de las nuevas emisiones de acciones para el financiamiento. El Reino Unido

CUADRO IX
 ESTRUCTURA DE LA FINANCIACIÓN NETA (EN % TOTAL)
 Y GRADO DE FINANCIACIÓN DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

	Estados Unidos ²	Japón ²	Alemania ²	Francia ³	Reino Unido ⁴	Italia ²
Estructura del financiamiento: <i>origen de los fondos</i>						
autofinanciamiento	69,0	54,8	} 81,0	66,0	48,6	66,6
acciones	-1,5	5,2		23,1	12,9	9,1
crédito bancario	0,5	36,2	} 19,0	18,7		12,7
crédito comercial	7,2	-2,6		-8,3	28,4	13,8
obligaciones y títulos de corto plazo	9,3	1,5		0,5	8,1	-0,4
Otros ¹	15,5	4,9		0,0	2,0	-1,8
Grado de financiamiento <i>activos financieros</i>						
<i>activos no financieros</i> balance fines de 1980	0,43	1,42	1,0	1,53	0,65	0,8
balance a fines de 1995	0,52	1,13	1,21	1,06	0,59	0,94

1 Otros tipos de crédito, traspaso de capitales, diferencia estadística.

2 Período 1991-1995.

3 Período 1991-1992 para las estructuras de financiamiento a finales de 1994 para el balance 1995.

4 Estructura del financiamiento calculada sobre el promedio de la década 1980.

Fuente: Cuentas financieras de empresas no financieras de OCDE, 1996.

posee un sistema financiero cuyo estilo dominante es la intermediación de mercado mediante instituciones financieras no bancarias. El grado de financiación de las empresas es igualmente débil, y la importancia del crédito bastante limitada. Pero, contrariamente a Estados Unidos, el mercado de las acciones contribuye al aporte neto de nuevos fondos.

Aunque Alemania tiene un sistema organizado en torno a bancos universales, las empresas se autofinancian muy ampliamente. Pero los bancos controlan el conjunto del financiamien-

to externo, tanto el crédito como los incrementos de capital. Japón y Francia son los países de mayor proporción en crédito bancario. Japón, domina ampliamente el conjunto de las fuentes de financiamiento externo; Francia, combina con las emisiones de acciones estimuladas por las privatizaciones.

Dificultades de la innovación: los mercados financieros en cuestión

¿Cuáles son los desempeños de estos diferentes sistemas para el financiamiento de la innovación? Se sabe que la innovación exagera las dificultades que todas las inversiones productivas encuentran. Las ganancias potenciales que se pueden obtener de éstas son muy elevadas, pero particularmente inciertos. La indivisibilidad de los gastos es grande y conlleva una fuerte irreversibilidad temporal, donde se combinan la incertidumbre tecnológica y comercial. La primera sólo disminuye verdaderamente en el momento del desarrollo de los productos. La segunda es muy fuerte en el momento en el cual se inician las inversiones de gran peso para el desarrollo, y sólo disminuye verdaderamente durante la fase de expansión rápida de los nuevos productos introducidos en el mercado. Finalmente, las externalidades se asocian con la acción de las innovaciones técnicas sobre la producción y vuelven riesgosa la apropiación de los frutos de una innovación por quienes la dirigieron y por quienes la financiaron. Si la renta de innovación se distribuye mal, hay una subinversión tecnológica, sea por carencia de empresarios, sea por falta de medios de financiamiento adaptados. Esta amenaza es tanto más seria cuanto que la R&D se vuelve más costosa y el ciclo de vida de los productos es más corto [Muldur, 1991]. Una abundancia de innovaciones mineras, diseminadas en una encarnizada competencia, hace a la renta de innovación más fugaz y más difícil de apropiar. En estas condiciones, disminuye el rendimiento marginal privado de la R&D para los empresarios y su costo marginal aumenta.

Las dificultades de la innovación se relacionan con el proceso de hacer de la banca un mercado [Aoki y Dosi, 1992;

Gönenç, 1993]. La conjunción del encarecimiento de la R&D y del acortamiento del ciclo de vida de los productos obliga a recuperar el capital invertido en varios números de productos y hace más irregulares las necesidades de financiamiento para preparar el lanzamiento de los productos. Por lo cual, el vínculo entre el proyecto empresarial y su montaje financiero debe ser íntimo, porque reserva un lugar esencial para informaciones detalladas, especialmente sobre la significación de las ingeniosidades en las necesidades de la tesorería. Es precisamente en la configuración donde el financiamiento relacional entre empresarios y financieros presenta ventajas decisivas para el financiamiento anónimo del mercado. Lo cual no significa que los sistemas de financiamiento bancario sean necesariamente los mejor adaptados. Pues a la vez se necesita financieros deseosos y capaces de proporcionar el capital-riesgo para que arranquen los proyectos, y una organización financiera que les permita hacer real y efectivo su capital cuando la empresa entre en la fase de crecimiento de sus nuevos productos. Esto implica sistemas financieros híbridos, en total oposición a la doctrina de cualquier mercado. Lo crucial es la forma de las sociedades entre empresas e instituciones financieras, para que los factores del progreso técnico se acumulen en las mejores condiciones para la economía global.

II / Mercados financieros: racionalidad e inestabilidad

Los mercados de acciones y de propiedades inmobiliarias han sufrido variaciones de precios mucho mayores que las del costo de vida. El efecto de palanca del crédito jugó un gran papel dentro de la fuerte inflación del precio de los activos en el transcurso de los años 80 (*cuadro X*).

CUADRO X
INFLACIÓN DE LOS PRECIOS DE ACTIVOS Y ENDEUDAMIENTO
DEL SECTOR PRIVADO EN TRES PAÍSES

<i>Países</i>	<i>Índice de precios inmobiliarios (base 100 en 1980)</i>		<i>Índice de precios de las acciones (base 100 en enero 1981)</i>			<i>Deuda del sector privado no financiero (en % del PIB)</i>			
	<i>Pico absoluto</i>	<i>1992 IV</i>	<i>Pico inter-medio</i>	<i>Pico absoluto</i>	<i>En. 1992</i>	<i>Fin 1980</i>	<i>Fin 1983</i>	<i>Fin 1990</i>	<i>Fin 1992</i>
EE.UU.	130 ¹	111	245 ³	–	337	1,12	1,17	1,48	1,40
Reino Unido	175 ¹	133	420 ³	–	500	0,76	0,90	1,56	1,62
Japón	300 ²	200	348 ⁴	523	275	1,55	1,70	2,20	2,15

1 En 1989 II

2 En 1990 II

3 En septiembre 1987

4 En junio 1987

5 En noviembre 1989

Fuente: FMI, Departamento de investigaciones a partir de datos nacionales.

Las encuestas de panel sobre las previsiones de los operadores hacen pensar que la formación de los precios en estos mercados de activos es compleja. Los operadores están muy lejos de aplicar unánimemente el mismo modelo de cálculo de un valor

fundamental, a partir de las mismas informaciones sobre las variables pertinentes para la determinación del curso de las acciones, es decir, los dividendos y las tasas de interés. Las respuestas a la encuesta muestran el mimetismo de los operadores, esto es, la influencia de la opinión de los demás en la opinión propia. También muestran la diversidad y versatilidad de los modelos interpretativos en la formación de las opiniones.

Estos fenómenos plantean dos tipos de preguntas. ¿Cómo funcionan los mercados de activos que presentan grandes oscilaciones en las variaciones de precios y volatilidades muy importantes? ¿Cuáles son los efectos de su inestabilidad sobre la economía?

1. La eficiencia en cuestión

Los mercados de derechos de propiedad acogen una actividad que equivocadamente se mancilla con juicios morales negativos: la *especulación*. Una definición de la misma que aún revisite autoridad la dio Nicholas Kaldor en 1939: “Es la compra (o la venta) de mercancías para su reventa (o su recompra) en una fecha posterior, allí donde el móvil de dicha acción es la anticipación de un cambio de los precios vigentes y no un beneficio resultante de su empleo, o una transformación, o una transferencia de un mercado a otro” [reedición del verano de 1987]. Por tanto, especular es anticipar en condiciones en las cuales las variables que participan en la formación del precio son inciertas. Es una actividad orientada hacia la percepción del futuro.

Postular qué mercados de activos son eficientes es plantear hipótesis normativas conjuntas sobre la organización de la información en estos mercados y sobre las condiciones que deben verificar las anticipaciones para ser declaradas racionales. El mercado organiza la información de tal manera que todos los datos pertinentes para anticipar el precio futuro se vuelven disponibles en las mismas condiciones y para todos los operadores. El precio formado en el mercado incorpora instantáneamente todas las anticipaciones o ganancia futura. De ahí resulta que no existe

ninguna oportunidad de ganancia. Por ejemplo, un alza anticipada hace subir inmediatamente el precio del activo. El precio de equilibrio que resulta de la anticipación racional común es condicional al conjunto de informaciones disponibles en el momento de formarse. Esta concepción técnica de la eficiencia no implica en absoluto que el precio de equilibrio del mercado sea económicamente óptimo. Un mercado eficiente no es un mercado perfecto [Mayer, 1982].

La hipótesis de racionalidad de los operadores de la teoría clásica de la banca conlleva que sólo se puede “vencer al mercado” si se dispone privativamente de informaciones pertinentes o de informaciones públicas antes que los otros operadores. Pero el mercado es eficiente si todo el mundo se beneficia de la misma información, sin costo e instantáneamente. Por consiguiente, el precio de mercado sólo puede modificarse con la llegada de una nueva información que se explota inmediata y unánimemente.

Hay tres tipos de eficiencia que se jerarquizan según el grado de exigencia de las informaciones postuladas e inmediatamente incorporadas en el precio. La forma *débil* significa que el precio corriente absorbe toda la información que revelan los precios pasados. Por tanto, es imposible hacer ganancias efectivas al predecir los futuros precios a partir de un análisis estadístico de la serie de los precios pasados. La forma *semifuerte* significa que el precio corriente contiene toda la información pública sobre los determinantes fundamentales que fijan los precios. Por tanto, es imposible hacer ganancias al predecir el precio futuro a partir de la información pública sobre los determinantes fundamentales conocidos. La forma *fuerte* dice que el precio corriente contiene toda la información económica que puede conocerse. Por tanto, es imposible lograr ganancias al predecir el precio futuro sobre la base de alguna información cualquiera. Nadie puede vencer con certeza al mercado. Nadie puede vencerlo en promedio durante un período suficientemente largo.

La dinámica de los precios en los mercados eficientes

En un mercado eficiente, la anticipación racional no conlleva un error sistemático de previsión. Lo cual significa que el valor promedio del componente no anticipado del rendimiento del activo (su esperanza matemática) es nulo. Los diferentes valores que toma este componente en el tiempo no se correlacionan entre sí; es una confusión indistinta.

Cuando el proceso estocástico que rige la dinámica del precio del activo tiene dicha propiedad, se dice que el precio presenta una artimaña. Es un proceso para el que la condición de independencia en el tiempo sólo concierne al primer momento estadístico (la esperanza matemática), no los momentos de orden superior (como el de orden dos, es decir, la varianza). Según la teoría de la eficiencia, esta condición basta para afirmar que no existe estrategia para ganar, porque es imposible para cualquier operador anticipar un rendimiento superior al del mercado [Leroy, 1989].

Las consecuencias de esta afirmación son espectaculares. No se aconseja más comprar una acción si se cree en la calidad de la gestión de una empresa que si se cree en el efecto de una mayor actividad de las manchas solares. En el primer caso, esa buena calidad la percibirán los demás operadores y el precio de la acción subirá desde hoy, y ahogará la esperanza de un rendimiento más alto que el del mercado. En el segundo caso, otros harán el mismo cálculo al ser conocida por todos cualquier información (incluidas las creencias más extrañas) y el precio de la acción subirá con el mismo efecto del primer caso.

Cuando se cree en la hipótesis de eficiencia de los mercados, hay una incitación a comportarse pasivamente en la gestión de una cartera. Es lo que hacen los inversores institucionales que trabajan en carteras colectivas. Más que investigar las empresas ejecutoras, las compañías de seguros de vida y las cajas de jubilación invierten en los índices bursátiles, representativos de la ejecución promedio de los mercados.

La dinámica de los precios en los mercados eficientes no significa que las fluctuaciones de los precios se limitan a pequeñas variaciones en torno a un valor de equilibrio. Puede haber “pompas” especulativas racionales [Blanchard et Watson, 1984], superpuestas al valor fundamental que, por ejemplo, define el precio de una acción como el valor actualizado de los dividendos futuros anticipados. Pero son independientes de él. Nacen y desaparecen imprevisiblemente, pues su evolución no depende de ningún parámetro relacionado con los determinantes fundamentales del precio. Pero son racionales porque el rendimiento especulativo permanece igual al de un activo que no lo es.

Pese a su fuerte coherencia lógica y a su fundamento microeconómico que admite, por un lado, el sujeto representativo y optimizador, y por el otro, la coordinación del mercado mediante la competencia, la teoría de los mercados financieros eficientes es cada vez más cuestionada.

En primer lugar, se puede demostrar que si un mercado es eficiente, la varianza de los precios del activo debe limitarse con un valor teórico que sólo depende de la variabilidad de los determinantes fundamentales del precio. Pero, por ejemplo, en el mercado de acciones se ha observado una volatilidad “excesiva”, es decir, superior a ese valor teórico [Schiller, 1981].

La hipótesis de eficiencia sigue sin explicar otros hechos significativos. Algunos gestores de fondos afirman que tienen estrategias para ganar. De hecho, sus desempeños vencen al mercado en períodos bastante largos, para que no se puedan atribuir esos resultados al puro riesgo. Además, la observación empírica de los mercados presenta comportamientos de operadores que muestran repetidamente la importancia de la imitación.

La observación pasada de la circulación y la del comportamiento ajeno influyen en el comportamiento de cada cual. Así, las encuestas efectuadas tras el desastre financiero de octubre de 1987 [Schiller, 1987] sugirieron que las variaciones sucesivas de la circulación se correlacionaron mutuamente por el miedo de los inversores institucionales e individuales, motivado por el

comportamiento de los otros intervinientes. Este proceso contagioso, que muestra una dinámica colectiva mediante la interacción de las anticipaciones, cuestiona fundamentalmente la hipótesis de eficiencia. ¿Pero es incompatible con la racionalidad de los agentes?

Hasta hace poco, los teóricos respondían categóricamente que sí. Cualquier especulación desequilibradora proviene de una actitud irracional o bien de una ineficiencia de los mercados. Hasta la existencia de pompas especulativas racionales puede ponerse en duda. Supongamos, por ejemplo, que se forma una burbuja especulativa racional. El movimiento del precio no tiene fuerza de revocación. Si definimos a los agentes racionales como quienes maximizan su riqueza actualizada sobre un horizonte indefinido, saben que la persistencia de la burbuja acabará en una riqueza actualizada indefinida para el grupo de los especuladores. La imposibilidad económica de este estado provoca, entre los agentes racionales, la certeza de que la burbuja debe estallar en un tiempo definido. Pero entonces, al ir al revés, pensarán que la burbuja no puede formarse nunca. Como una burbuja sólo se sostiene por la creencia de los operadores en su existencia, no se produce en efecto. De ello se deduce que una burbuja especulativa, como cualquier equilibrio de creencia que ocasiona una divergencia sistemática en el precio de mercado del valor fundamental, sólo puede existir si los agentes tienen un horizonte limitado.

¿Es irracional tener un horizonte limitado? En este punto del razonamiento vemos claramente que lo que falla es la hipótesis normativa de racionalidad adoptada por la teoría clásica de la banca. No respeta los criterios heurísticos de una ciencia experimental. Pero el cuestionamiento no debe detenerse allí. Si los agentes pueden tener un horizonte limitado racionalmente, ¿por qué no podrían tener juicios diferentes sobre la futura evolución del mercado y permanecer racionales? ¿Por qué no podrían imitarse unos a otros en cualquier racionalidad? En breve, lo que nos invita a la observación de los fenómenos contemporáneos de

los mercados de activos es una concepción renovada de la racionalidad. Esta concepción permite disociar la racionalidad de los comportamientos y la eficiencia de los mercados.

2. Una concepción ampliada de la racionalidad

Dos tipos de consideraciones ponen en cuestión la estrecha concepción de la racionalidad arriba mencionada. La primera se refiere al rechazo de la hipótesis de la artimaña, que es la definición técnica de la eficiencia de los mercados. Se produce cuando los rendimientos de los activos se correlacionan en el tiempo. La segunda concierne a la consideración de la información contenida en los momentos estadísticos del proceso estocástico de órdenes superiores a uno, cuando esos momentos se correlacionan en el tiempo, aunque los rendimientos no lo estén. El uso apropiado de esta información permite entonces vencer al mercado en ciertas condiciones que se van a enunciar, aunque la hipótesis de la artimaña no se contradiga.

Una razón importante del rechazo de la eficiencia es la innovación financiera. Cuando aparecen nuevos instrumentos financieros, se necesita tiempo para conocer sus características y saber qué información contienen sus precios. Durante un período de transición, y mientras que el uso de estos instrumentos gana nuevos agentes, quienes están familiarizados desde hace tiempo con los nuevos productos tienen una ventaja sobre los últimos en aparecer. Dicha ventaja les da oportunidades de ganancia por el arbitraje entre los nuevos y los antiguos productos. Si las innovaciones financieras llegan en un flujo continuo, la eficiencia podría afianzarse permanentemente.

Empíricamente, ciertos trabajos presentan un curioso perfil en U de las correlaciones de rendimientos [Fama y French, 1988]. Hasta un año, la hipótesis de la artimaña parece verificada. En períodos mayores, los rendimientos parecen autocorrelacionarse negativamente. Esta correlación se esfuma progresivamente, de suerte que la eficiencia se restablece a largo plazo.

Esta autocorrelación negativa sería el rastro de la interacción dinámica entre la innovación financiera, de un lado, y la difusión del conocimiento por la competencia, del otro. Cuando se crean nuevos mercados, se abren oportunidades de altos rendimientos para quienes dominan sus técnicas. Pero dichos rendimientos atraen a imitadores que aumentan la presión competitiva, la cual intensifica los arbitrajes entre mercados y tiende a igualar los rendimientos en el conjunto de los mercados, al borrar la ventaja informativa de los primeros en entrar. Estas condiciones incitan al relanzamiento de la innovación para crear nuevas ventajas informativas, y así sigue el proceso, que, por períodos ni demasiado cortos ni demasiado largos, conlleva el hecho de que un rendimiento más alto que el rendimiento promedio de los mercados competitivos tendrá una importante probabilidad de continuarse con un rendimiento a la baja mediante el dominio de las fuerzas en competencia. A su vez, la presión competitiva aumenta la probabilidad de innovaciones que crean nuevos mercados en los cuales pueden efectuarse de nuevo altos rendimientos. Al suscitar aprendizajes, las innovaciones dan una memoria a los mercados, lo cual viola el postulado de su eficiencia.

Los mercados pueden exhibir rendimientos no correlacionados en el tiempo, pero también volatilidades que sí lo están [Barnett et al., 1989]. En ese caso, los mercados tienen una memoria, ya que el conocimiento de una volatilidad fuerte o débil en el pasado reciente conlleva una probabilidad distinta de un cambio brusco y completo del mercado en el futuro inmediato.

La autocorrelación de las volatilidades de los precios en el tiempo revela entonces la frecuencia de los cambios bruscos y completos del mercado. El tratamiento estadístico apropiado de los datos de precio permite cortar el tiempo en fases durante las cuales la volatilidad es fuerte y en fases durante las cuales es débil. Aparecen entonces dinámicas reconocibles. Cuando la volatilidad es fuerte, el mercado cambia brusca y completamente más a menudo que si las variaciones de precio fueran independientes en el tiempo, como si se sometiera a una fuerza de revocación.

Cuando es débil, los cambios bruscos y completos son más raros. Todo sucede como si se orientaran en la misma dirección los movimientos sucesivos de los precios. El mercado está sobre una tendencia. La cuestión que se plantea es la de los comportamientos que permiten explicar las observaciones estadísticas.

La diversidad de los operadores

La hipótesis de la eficiencia de los mercados se asocia a una racionalidad más normativa que positiva. Implica efectivamente restricciones lógicas muy fuertes sobre el comportamiento de los operadores: deben tener en todo momento el mismo conjunto de informaciones y, además, interpretarlas de la misma forma, para llegar a la misma anticipación.

De hecho, en los mercados financieros como en cualquier otra actividad humana, los operadores son diferentes. No tienen los mismos horizontes temporales ni las mismas actitudes frente al riesgo ni los mismos objetivos. Mas en esencia, esta heterogeneidad se inscribe en la teoría del conocimiento. La hipótesis de eficiencia considera la información como una realidad objetiva; no se preocupa de las significaciones. Pero la información sólo puede ser un estímulo para la acción si se transforma en significación por y para un sujeto. Esta transformación es el fruto de un esquema interpretativo que es un proceso subjetivo. Proponer que todos los agentes racionales tienen el mismo esquema interpretativo, que no sería otro que el modelo “verdadero” de la economía, es proyectar los prejuicios propios sobre el comportamiento de los agentes. Podemos repetir la experiencia de que dos operadores que reciben la misma información en el mismo instante pueden llegar a conclusiones opuestas en cuanto a su probable impacto sobre los precios. Aunque *a posteriori* uno esté equivocado, ninguno de los dos fue necesariamente irracional. La heterogeneidad de las respuestas a las informaciones influye en las anticipaciones sobre la evolución futura del mercado.

Cuando se da toda la importancia a las interpretaciones de los agentes, se debe admitir que las anticipaciones pueden ser au-

torreferenciales, es decir, que las creencias de los agentes afectan a los precios. Cuando el precio confirma una creencia, hay una autorrealización de un equilibrio. Como las creencias son diferentes y versátiles, puede haber múltiples equilibrios. Estos no son necesariamente valores estacionarios. Pueden ser ciclos estocásticos de periodicidades variables, y hasta dinámicas caóticas, debido a las no-linealidades que influyen en la formación de los precios. Por eso, en los mercados de activos, el orden bordea el desorden: uno se transforma fácilmente en el otro [Orléan, 1991].

Cuando diferentes grupos de agentes tienen anticipaciones heterogéneas, la dinámica de los precios depende de la manera en la que la opinión colectiva del mercado se forma a partir de las anticipaciones individuales e interactivas. Algunos modelos teóricos, fundados en la existencia de una multiplicidad de operadores, dan cuenta de la posibilidad de diferentes regímenes de volatilidad señalados más arriba, y permiten comprender cuáles son las condiciones que llevan a un desastre financiero [Genotte y Leland, 1990]. Expliquémoslo simplificadamente.

Un primer grupo de operadores se conforma de especuladores profesionales (*market makers*). Son fundamentalistas. Sin embargo, como buscan y obtienen informaciones finas sobre el movimiento de los precios, toman en cuenta los impulsos que dan al mercado los otros grupos de operadores, en la medida en que esos impulsos afectan el precio. Un segundo grupo de operadores tiene un horizonte limitado por la naturaleza de las operaciones que efectúa. Son personas que utilizan el mercado para su liquidez y que, por tanto, venden o compran bonos en función de sus propias necesidades de liquidez. Estos no tienen evidentemente nada que ver con los determinantes fundamentales del mercado. Un tercer grupo de operadores consiste en los inversores institucionales o individuales que tienen fondos que colocar, pero a quienes no se informa. Tienen tendencia a esperar poder descubrir la tendencia de un precio al alza para comprar, y a la baja para vender. Actúan para reforzar el sentido del movimiento que observan. Por esta razón, se los llama cambistas rui-

dosos (*noisy traders*). Finalmente hay un grupo de aseguradores de carteras. Son inversores institucionales que administran fondos de ahorro contractual muy grandes mediante la diversificación de los riesgos por la adquisición de contratos sobre índices representativos del conjunto del mercado bursátil. Quieren asegurar que el valor de su cartera no descienda por debajo de un mínimo predeterminado. Pueden comprar opciones de venta de la cartera (*put options*) para cubrir los contratos sobre índices bursátiles hasta su vencimiento, o pueden también construir opciones sintéticas combinando contratos sobre índices bursátiles y bonos obligatorios sin riesgo. En el caso del primer método, son los bancos de negocios, emisores de dichas opciones, quienes se cubren al crear las opciones sintéticas.

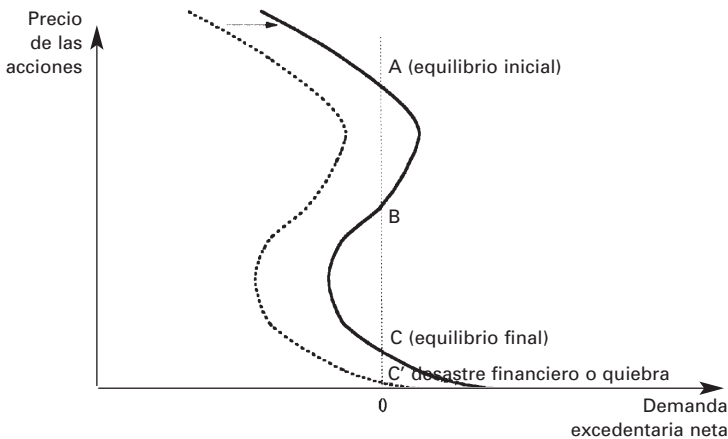
Contagio e inestabilidad de los mercados

Lo esencial es recalcar que dos categorías de agentes, los cambistas ruidosos y los aseguradores de cartera, tienen una función de demanda creciente respecto al precio. Para los primeros, esto tiene que ver con el tipo de información que buscan. Tratan de reconocer regímenes dinámicos al descubrir tendencias en el mercado. Cuando creen haber descubierto una tendencia al alza o a la baja, piensan que va a persistir; y eso lo confirma el análisis estadístico contemporáneo. Dado su esquema interpretativo, es racional que compren al alza y vendan a la baja. Para los segundos, su posición en las acciones depende del Δ de la opción, que es la sensibilidad de la variación del precio de la opción a la del precio de la acción subyacente. Como el Δ varía continuamente de una manera no lineal, con el precio de la acción subyacente, la posición debe ajustarse permanentemente en el tiempo. Cuando sube la circulación de las acciones, el Δ disminuye. Entonces hay que reducir las posiciones cortas recomprando contratos de índice, es decir, demandar más acciones. Cuando la trayectoria de las acciones baja el Δ aumenta. Hay que aumentar las posiciones cortas vendiendo un suplemento de contratos de índice, es decir ofrecer más acciones. Así, la demanda neta de los

aseguradores de cartera es una función creciente y no lineal del precio de las acciones.

Los especuladores profesionales, de su lado, tienen una demanda “clásica” de activos, esto es, una función decreciente del precio. En efecto, anticipan el valor fundamental y piensan que ejerce una fuerza de revocación. Si estuvieran solos en la liza, y si el valor fundamental fuera previsible, habría un equilibrio único y estable para un valor dado por el fundamental. La función de demanda excedentaria neta del mercado, que agrega los diferentes tipos de comportamiento en proporciones variables, no es monótona respecto del precio ni estable en el tiempo. Pues combina los comportamientos creciente y decreciente, lineal y no lineal, del precio. El primer resultado es la posibilidad de equilibrios múltiples (cf. la figura siguiente).

Apreciación de un krach y de un nuevo equilibrio



En el ejemplo representado, hay tres equilibrios. A y C son estables; B es inestable. El segundo resultado es la volatilidad excesiva de los precios en relación a la volatilidad “natural” del mercado. Proviene de los comportamientos desestabilizadores de los cambistas ruidosos y de los aseguradores de cartera, que refuerzan cualquier movimiento de precio que se prepara en un

sentido. También proviene del hecho de que un mercado financiero siempre es un mercado de liquidez. Las necesidades imprevisibles de liquidez perturban la oferta de activos y, además, la incertidumbre que afecta las variables determinantes del valor fundamental de las acciones. Finalmente, un tercer resultado es la posibilidad de un desastre financiero y la posterior formación de un nuevo régimen dinámico.

Un desastre financiero resulta de un desplazamiento de la curva de demanda excedentaria neta del mercado, que hace desaparecer el régimen de los precios centrado en el equilibrio inicial: el paso de A a C'. Pero la recuperación de la posición inicial de la curva de demanda no restaura el equilibrio inicial. El precio evoluciona continuamente de C' a C, que es un equilibrio estable. Entonces, el mercado tiene memoria.

La imitación es el proceso endógeno que implica inestabilidad de la curva de demanda del mercado más allá de incertidumbres exógenas. La posibilidad de imitar significa que los tamaños relativos de los grupos con anticipaciones heterogéneas (definidos arriba) no son inmutables. Algunos operadores, que habitualmente tienen un tipo de comportamiento, pueden adoptar el punto de vista de otras categorías en circunstancias particulares. Algunos operadores pueden tener estrategias mixtas: en parte consideran su propio esquema de interpretación, en parte se hallan influenciados por los de los demás. Estas revisiones de las creencias personales son absolutamente racionales. Cada operador debe preocuparse del juicio de los otros para mejorar la pertinencia de sus anticipaciones. Un incremento de intensidad de la influencia cruzada provoca una inestabilidad de la demanda agregada del mercado, sin relación con la volatilidad "natural": es totalmente endógena. Se refleja en las fluctuaciones de la circulación y puede conllevar un desastre financiero, una ruptura de equilibrio como la que ilustra la figura anterior.

La mayor inestabilidad que provoca una discontinuidad puede producirse cuando a los especuladores profesionales les interesa seguir a los cambistas ruidosos. No cumplen su papel de

tenedores de mercado; al contrario, participan también en el autorreforzamiento del movimiento. Eso fue lo que sucedió durante el desastre financiero de octubre de 1987. Las órdenes de venta se volvieron muy fuertes; los aseguradores de carteras las amplificaron mecánicamente. Los cambistas ruidosos confirmaron su pesimismo y esa opinión ganó cada vez más adeptos. Al trabajar con un considerable apoyo y someterse a las fuertes restricciones de liquidez, los especuladores profesionales no podían ir en contra de la corriente vendedora para salvaguardar el equilibrio inicial. También ellos hicieron coro a los aullidos de los lobos. Desde entonces, la baja especulativa se automantuvo. Nadie sabe hasta dónde la circulación caerá sin el salvataje espectacular de los bancos centrales, que en forma masiva aportan liquidez a mercados muertos de sed.

3. Los mercados de activos y la economía

La consecuencia del análisis precedente es la inestabilidad intrínseca de los mercados portadores de derechos de propiedad. Esta inestabilidad no es transitoria, aunque las innovaciones financieras la hayan amplificado sin ninguna duda. No se localiza en la bolsa; pero es aún mayor en los mercados territoriales urbanos e inmobiliarios, donde se amplifica con imperfecciones mucho más importantes (falta de liquidez de los mercados secundarios, enormes dificultades para anticipar los determinantes fundamentales, incertidumbres sobre las políticas gubernamentales, etc.). Como estos mercados adquirieron una importancia esencial en los comportamientos patrimoniales del sector privado (el sector doméstico, pero también las empresas), no dejan de tener efectos sobre el crecimiento.

Los mercados financieros y el control de las empresas

La teoría pura de las economías de mercados postula que la optimización de los rendimientos financieros y la de la creación de riquezas reales son armoniosas dentro de un equilibrio gene-

ral de mercados completos. Las concepciones modernas del funcionamiento de los mercados de activos cuestionan este resultado desde su base. Efectivamente, las diferentes acepciones de la eficiencia de los mercados financieros no son coincidentes [Tobin, 1984]. El anexo siguiente define cuatro tipos de eficiencia e indica por qué no son compatibles. Aunque la innovación financiera aumentase la eficiencia informativa, no se puede deducir en absoluto que la distribución del capital mejorara por ello. Aunque se crearon nuevos mercados, no se puede deducir que el conjunto de los mercados se volviera más completo, porque los nuevos mercados pudieron suscitar nuevos riesgos y crear interconexiones entre los ya existentes, y darles un carácter sistemático.

Los mercados financieros deben guiar la distribución del capital productivo. Para hacerlo convenientemente, deben permitir que los accionistas ejerzan su control de propiedad sobre los dirigentes de las empresas. Lo cual implica que se informe convenientemente a los accionistas sobre el valor de las empresas. Para ello, la circulación de las acciones tendría que reflejar los valores fundamentales, es decir, las capacidades futuras de las empresas para producir réditos. En efecto, los mercados bursátiles dan a los accionistas, en todo momento, la facultad de negociar sus títulos de propiedad en mercados secundarios. Por consiguiente, los accionistas no se vinculan a las empresas. No tienen la motivación ni los medios de hacer evaluaciones propias de la rentabilidad interna de las inversiones que escogen los dirigentes. Se remiten por completo a la Bolsa. Por tanto, se someten a la opinión colectiva de la comunidad financiera que influye en el conjunto de la circulación bursátil, aunque no tenga ninguna relación con la empresa en cuestión. Antes se demostró la inestabilidad de las anticipaciones. El mercado bursátil no proporciona una evaluación de los valores fundamentales de las empresas lo bastante confiable como para ser una mediadora eficaz en el control de las empresas.

Los diferentes tipos de eficiencia de los mercados financieros*Eficiencia informativa*

Un mercado es eficiente si ninguna gestión activa de cartera no puede obtener, como promedio, un rendimiento superior a una selección al riesgo de la inversión de capital. Esto ocurre cuando el precio corriente absorbe plena e instantáneamente la información pertinente.

Eficiencia en la evaluación del valor fundamental

Es la capacidad del precio del mercado para reflejar el valor fundamental del bono. No proviene de la eficiencia informativa, salvo como promedio y a muy largo plazo. Pero hasta esta misma correspondencia de largo plazo no se respeta si el mercado no es eficiente en el sentido informativo.

Eficiencia en la diversificación del riesgo

Es la propiedad de un sistema de mercados financieros completos, que permite concluir contratos sobre la entrega de bienes y servicios futuros en la totalidad de los contingentes previsible. Según el teorema de Arrow-Debreu, la existencia de una gama completa de mercados competitivos es necesaria y suficiente para que el equilibrio sea un *optimum*. Esta condición es irrealizable. Pero hay categorías de mercados (por ejemplo, los mercados de seguros) que mejoran sensiblemente la aptitud de los agentes para diversificar los riesgos. Generalmente se afirma que la innovación financiera, al crear nuevos mercados financieros, redujo el carácter incompleto de los mercados disponibles y mejoró, por tanto, la gestión de los riesgos diversificables.

Eficiencia distributiva

Es la síntesis de las tres formas de eficiencia antes definidas en la relación entre los mercados financieros y la economía real. La distribución del capital es eficiente si los mercados financieros movilizan el ahorro y lo orientan hacia los usos de rentabilidad social más alta. Muchas razones se oponen a esta forma de eficiencia que, sin embargo, es la única en justificar los recursos que absorben las instituciones financieras según la economía global. La ineficiencia distributiva puede provenir de una diferencia entre el rendimiento social y el privado (cuando existen externalidades, como en el caso de las inversiones de innovación), de una tensión entre la inmovilización a largo plazo y la liquidez (la miopía de los mercados financieros), de una redistribución insuficiente de los riesgos por incapacidad de los intermediarios financieros en asegurarlos.

En la medida de su importancia, la liberalización financiera también afectó la función de financiamiento externo por los mercados. El apogeo de las inversiones de capital en forma de títulos de créditos negociables permitió inventar instrumentos de altos riesgos, como las 'obligaciones de pacotilla' (*junk bonds*) e híbridos entre créditos y fondos propios (acciones preferenciales y obligaciones convertibles) o, finalmente, créditos en prenda sobre los activos patrimoniales (*asset-based financing*).

Hay, entonces, una ampliación de las posibilidades de financiamiento externo y una reducción del costo de la intermediación financiera, gracias a la competencia y a la mayor liquidez de los créditos. El financiamiento se volvió más flexible, y a la vez, la institucionalización del ahorro creó una mayor distancia y una menor legibilidad de las relaciones entre los accionistas y los dirigentes de las empresas. Estados Unidos forzó al extremo esta evolución con la explosión de las transacciones sobre índices bursátiles y el carrusel de adquisiciones de empresas para reventa por parte de los *raiders*, con desmembramiento, destrucción de las sinergias y subasta de trozos de empresas. Esta ola de adquisiciones suscitó la reacción opuesta de volver a comprar las empresas por parte de sus dirigentes, al sustituir las deudas con fondos propios (*leveraged buyouts*). Paradójicamente, la actividad bursátil se volvió contra los accionistas al favorecer el autocontrol de los dirigentes.

Finalmente, el apogeo de los mercados financieros conllevó una discriminación agravada respecto a ciertos tipos de inversiones y de empresas. Es un efecto de la obsesión de la liquidez, provocada por la misma lógica de la formación de los precios en los mercados de activos. También lo es de la facultad de diversificar más fácilmente los riesgos de mercado gracias a la abundancia de nuevos productos financieros. Por el contrario, todas estas facilidades ofrecidas a los ahorristas les hacen aún más reticentes que antes en asumir riesgos industriales que implican contratos financieros de larga duración en inversiones irreversibles y de rentabilidad incierta. La innovación técnica es el principal actor del

crecimiento. Pero entraña riesgos que los mercados financieros pueden no asignar a los agentes más capaces de tolerarlos. Eso pasa, sobre todo, cuando las innovaciones se hacen por parte de pequeñas empresas cuyos bonos no pueden colocarse en mercados líquidos. Pues las inversiones más básicas para el crecimiento (como el desarrollo de los conocimientos y la R&D) no pueden producir formas de capital fáciles de liquidar, que servirían directamente de garantía para los eventuales prestamistas.

El balance microeconómico de los mercados financieros es, por tanto, más bien débil. La eficiencia informativa, considerada por largo tiempo como algo evidente, se pone en duda mediante las investigaciones empíricas sobre el funcionamiento de los mercados y las recientes teorías sobre el comportamiento de los agentes. Las complejas dinámicas de los precios sobre los mercados de los activos patrimoniales vuelven la relación entre precio y valores fundamentales particularmente ambigua. En cuanto a la eficiencia en la diversificación de los riesgos, ella dio lugar a un corte más acentuado entre los riesgos inherentes a la volatilidad de los mercados y los riesgos de la innovación en la producción. Las innovaciones financieras se desarrollaron para cubrir a los primeros. Pero al realzar la importancia que los ahorristas conceden a la liquidez, esas innovaciones financieras hicieron que los administradores de fondos colectivos de ahorro se volvieran más reticentes para financiar las innovaciones de la producción, que son los motores del crecimiento.

III / Los bancos: gestión de la incertidumbre y servicio de la moneda

Las innovaciones financieras colocaron a los bancos en una incómoda situación. Se arremetió por ambos lados contra su tradicional oficio de intermediar, conceder créditos y recoger depósitos. Los financiamientos de mercado menos costosos les hicieron perder buenos clientes entre las grandes empresas. Los instrumentos de inversión de capital más rentables disuadieron el ahorro del sector doméstico, particularmente respecto de los depósitos. Para resistir esta presión competitiva, los bancos debieron comprimir sus márgenes y volver a desplegar su actividad en los nuevos campos abiertos por la innovación financiera. Pero no siempre tuvieron éxito, porque no supieron evaluar los considerables y nuevos riesgos, extraños a su oficio tradicional. Así mismo, hacia finales de los años '80 y sobre todo a comienzos de los años '90, varios países fueron sacudidos por crisis bancarias.

Para algunos, simplemente se trataría de que los bancos estarían en camino de desaparecer, porque los servicios que ofrecen ya no tienen demanda. El apogeo de los créditos negociables gracias a los mercados de capitales sería una alternativa para la banca, porque las deudas emitidas en los mercados resultarían menos costosas [Bryan, 1989]. No podemos responder a esta pregunta provocadora sin interrogarnos acerca de la especificidad de los bancos.

1. ¿Son indispensables los bancos?

En las economías donde los gastos se pagan en moneda, el poder de ordenar la creación de moneda separa a quienes invierten y quienes ahorran. La especificidad de la función bancaria no está en una particularidad del comportamiento microeconómico de la compañía bancaria, sino en la lógica de la creación monetaria: *los créditos hacen los depósitos* [Rachline, 1993]. Ejercer la función bancaria es crear un depósito nuevo en beneficio de su prestamista en el acto mismo que le otorga el crédito. La creación monetaria es ese doble e indisoluble acto por el cual la decisión de prestar no es la transferencia de un depósito preexistente, sino la formación de un nuevo depósito. El crédito que crea una moneda nueva es el que permite que el gasto sea el motor económico. El gasto, que suscita una nueva inyección monetaria, transforma este avance en ingresos. Por eso, desde una perspectiva macroeconómica, la inversión global implica la formación del ahorro global que viene a identificarse con ella. Como recalca Keynes, es la falta de moneda, y nunca la falta de ahorro, lo que puede poner trabas a la inversión.

Esta afirmación a menudo se ha mal interpretado. En una economía cerrada, o en todo el mundo, se puede demostrar contablemente que el ahorro de un período es igual a la inversión que se efectúa durante el mismo período. Esta identidad explica la doble determinación de cualquier intercambio, lo que es, a la vez, el flujo de un objeto económico o un crédito y un flujo recíproco de moneda del mismo valor. No es la condición de equilibrio de un mercado particular lo que haría enfrentarse a una oferta de ahorro y una demanda de inversión, y determinaría un precio particular, la tasa de interés real. La identidad entre el ahorro y la inversión durante un período puede establecerse a cualquier nivel de interés. Pero la inversión realizada durante un período no es la decisión de invertir durante el mismo. La inversión es la realización en curso en los gastos actuales de proyectos decididos en el pasado; la decisión de invertir se dirige al futuro, lo cual es decisivo para el crecimiento. Si la suma de los proyec-

tos de inversión nuevos debía financiarse con el ahorro del mismo período, se impondría una restricción muy fuerte a la acumulación de capital. El total de los proyectos de inversión que se realizarán en el futuro debería ser igual a los gastos de inversión presentados, surgidos de los proyectos pasados [Aglietta; Brender, Coudert, 1990, cap. 4].

Para eliminar esa restricción, los proyectos de inversión nuevos sólo pueden contratarse si reúnen planes de financiamiento que anticipen la formación del ahorro futuro, en el momento en que los gastos escalonados según la realización de los proyectos se conviertan en inversiones efectivas. En un mundo de perfecta previsión, se pensaría que algunos mercados eficientes anticipen el crecimiento del ahorro futuro. Eso es absolutamente inconcebible en un mundo incierto. Los proyectos de inversión son apuestas industriales; los planes de financiamiento son apuestas sobre la calidad de las apuestas industriales. Aunque los mercados puedan sustituirlas, aunque algunas instituciones especializadas puedan hacerse cargo de los segmentos particulares de los financiamientos a largo plazo, los bancos son indispensables para sostener los planes de financiamiento, porque son los únicos en poder arrancar las apuestas sobre el futuro a la sujeción del ahorro disponible. El financiamiento del túnel de La Mancha, especialmente, mostró claramente cómo la incertidumbre de ese proyecto perturbó el plan de financiamiento y en qué grado se solicitó a los bancos para llenar la falta de aporte de los mercados indecisos. Lo que pone a los bancos en esa posición es el poder de creación monetaria.

Entrega de liquidez: la franquicia bancaria

Los bancos juegan un papel central y específico en las economías monetarias porque pueden proporcionar liquidez a los prestatarios, en grandes cantidades y en los momentos solicitados, sin que dicha liquidez se descuente de un ahorro preexistente. En el caso concreto de una economía cerrada, donde el sistema bancario se organizaría según el modelo de la monobanca,

donde por consiguiente la competencia entre los bancos no ocurriría, el sistema bancario podría renovar indefinidamente sus créditos a los prestatarios. Los ahorristas, de su lado, serían acreedores pasivos del sistema bancario.

Parece, entonces, que no existe ningún principio financiero para limitar el gasto en una economía donde los créditos hacen los depósitos. Pero existe un principio monetario: la *restricción del pago*, que significa que nadie puede pagar con su propia deuda, ni los prestatarios de cualquier clase, ni los bancos que les conceden créditos. Una economía monetaria es un vasto sistema de pagos. El eje de dicho sistema es el medio de reglamento último. En las economías modernas, es el pasivo del Banco Central. La cotización legal que reviste esta moneda anula todas las deudas. La moneda emitida por el Banco Central es la forma superior y última de la liquidez.

De lo que se sigue, el grado de liquidez de un activo financiero cualquiera no es una característica microeconómica de este activo. Depende de la organización de la banca y del régimen monetario, que determinan conjuntamente las condiciones en las cuales este activo puede convertirse en la liquidez última. Por ejemplo, en el sistema de patrón oro que reinaba antes de la Primera Guerra Mundial, la liquidez última era el oro monetario. Existían en Inglaterra y en Francia mercados obligatorios de Estado de muy largo vencimiento, que llegaban hasta las rentas perpetuas. Estos mercados eran intensos (el valor de las transacciones cotidianas era alto con relación a la capitalización del mercado) y rescindibles (una alteración marginal de la oferta se absorbía con una debilísima variación del precio). Además, el régimen monetario, dispuesto sobre la exigencia de la convertibilidad oro, era tal que las tasas de interés nominales a largo plazo eran mucho más estables que las tasas a corto plazo. En estas condiciones, los bonos de larga duración eran inversiones líquidas de capital, pues era posible venderlas a demanda y sin temor de perder capital [Thomas, 1981]. A la inversa, en los regímenes monetarios con inflación muy alta e inestable, que experimentó

América Latina en los años '80, los bonos de larga duración desaparecieron. En algunos países, como Argentina, cuyo régimen monetario era dual, los depósitos en dólares proporcionaban la liquidez. En otros, como Brasil, se trataba de bonos de Estado indexados y renovables de un día para el otro (*overnight*), los que se podían utilizar directamente como medios de pago o convertirse instantáneamente en moneda legal.

El poder de creación monetaria que adquirieron los bancos fue el resultado de una larga evolución, que se despejó en el siglo XX con la “bancarización” general de los pagos y el apogeo del ahorro salarial. La categoría de ahorristas que adquirió gran parte del sector doméstico, incapaz de evaluar individualmente los grados de liquidez de sus inversiones de capital, suscitó una demanda de la garantía social de los depósitos bancarios. Como las necesidades de liquidez se abren paso con ocasión de los reglamentos, y como los bancos forman lo esencial de los sistemas de pago, garantizar los depósitos es garantizar el sistema bancario en tanto que *market maker* de la liquidez. Esta garantía resulta de un acceso privilegiado de los bancos a los fondos del Banco Central, lo que les da una *franquicia* que les distingue de las otras instituciones financieras y proporciona una seguridad de los depósitos que beneficia a toda la sociedad [Garber y Weisbrod, 1990]. En contrapartida de dicha franquicia, los bancos están sujetos a una reglamentación o regulación específica, en forma de reservas obligatorias, de relaciones matemáticas prudenciales u otras restricciones en su actividad de intermediarios financieros. Los depositantes aceptan pagar un costo por esta liquidez socialmente garantizada, en forma de una remuneración de sus depósitos inferior a la de los activos de mercado. Las modalidades de la garantía son rutinarias en la seguridad cotidiana que proporciona el Banco Central a los sistemas de reglamento interbancario. Y contingentes con la realización de accidentes en el aseguramiento de los depósitos y en el acceso de los bancos a los préstamos como último recurso.

Los bancos y la función informativa

La mayoría de los estudios recientes sobre los bancos son microeconómicos. Los bancos se consideran como una compañía que puede obtener beneficios en los mercados para proponer contratos de préstamos cuando la información es imperfecta. Se trata ahora de interrogarse sobre las consecuencias de la franquicia bancaria en el servicio de la liquidez, por el papel de intermediario financiero que también cumplen los bancos. Ya que la franquicia bancaria se ejerce sobre el pasivo de los bancos, hay que buscar en la relación entre el activo y el pasivo las consecuencias del papel social de aquéllos sobre su propio comportamiento microeconómico.

Lo esencial del pasivo de los bancos lo constituyen los depósitos. Estos no pueden faltar y son convertibles en moneda legal, sin riesgo de pérdida nominal sobre el principal, gracias al aseguramiento colectivo del cual se benefician. Además, como la gestión de los depósitos está estrechamente ligada a los pagos, la teneduría de las cuentas de sus clientes les da a los bancos una información privada sobre su tesorería; es decir, sobre la manera en que enfrentan sus obligaciones. Al estructurar sus pasivos, los bancos buscan mejorar esa información cuya materia prima la constituyen las entradas y salidas a cuentas provenientes de los pagos.

Los bancos obtienen así informaciones privadas de su papel social de administradores de la liquidez para toda la economía. Al ofrecer a los ahorristas una mayor seguridad que los mercados para sus inversiones de capital, los bancos reducen la preferencia de los ahorristas por la liquidez. Las características de su pasivo implican restricciones y ofrecen oportunidades para los préstamos que proponen a su activo. Al mantener las cuentas de los clientes que les piden préstamos, los bancos pueden ofrecer líneas de crédito permanentes y pedir a sus clientes que mantengan depósitos de garantía contra el riesgo de liquidez, vinculado a las porciones no utilizadas de las líneas de crédito. Se establece una relación bilateral a largo plazo que permite a la banca acu-

mular un conocimiento continuo comercial de sus clientes y de la calidad de su gestión, que no se refleja mediante las variables observables en los mercados. Ya que lo esencial de su pasivo lo constituyen inversiones de capital no negociables cuyas tasas de interés son inferiores a las de mercado y cuyos vencimientos se conocen o calculan en probabilidad, los bancos pueden controlar sus márgenes de beneficio al ofrecer créditos a tasas de interés contractuales. Las estrategias de racionamiento del crédito, que, como se ha demostrado, permiten a los bancos controlar mejor el riesgo de insolvencia de sus prestatarios, se apoyan en la capacidad de determinar tasas de interés que maximicen sus réditos, al proponer a la vez contratos de préstamos bilaterales [Stiglitz y Weiss, 1981]. Igual que los contratos de depósitos incitan a que los ahorristas revelen los grados de liquidez que les convienen, los contratos de préstamos incitan a los prestatarios a revelar los grados de riesgo que aceptan. Una doble estructura rígida de tasas de interés mantiene esta doble estratificación, y en el intervalo se forma el margen beneficiario bancario.

Así, los bancos son particularmente capaces de establecer relaciones financieras duraderas. Estas relaciones favorecen una acumulación recíproca de informaciones entre los bancos y sus clientes (el llamado aprendizaje organizacional) y un reconocimiento recíproco de los intereses mutuos (el aprendizaje de la lealtad). La dualidad de los contratos de préstamos y de los contratos de depósitos permite que los bancos ocupen una posición mediadora. Pueden entonces, mejor que cualquier otra institución, controlar el comportamiento de los prestatarios e incitarlos a mejorar sus desempeños para la cuenta de los depositantes (*delegated monitoring*).

2. Los bancos, los sistemas financieros nacionales y el crecimiento

Los historiadores han debatido durante largo tiempo acerca de los respectivos papeles de los bancos y los mercados financieros. Una primera visión del problema nota que la implicación

de los bancos fue fuerte en los países que comenzaron su proceso de industrialización con retraso, como, por ejemplo, Alemania. Los bancos sustituyeron a una escasez de capital y de competencia empresarial a nivel de las compañías, mientras que la carrera hacia la industrialización comenzaba en una época en la que juntar los recursos financieros era muy importante [Gershenkron, 1962]. Los bancos permiten que la acumulación de capital se exima del ahorro previo. Pero Gershenkron limita el papel de los bancos en el financiamiento de la economía a largo plazo a situaciones de subdesarrollo y recuperación rápida de la industrialización.

Algunos trabajos más recientes llegaron a distintas conclusiones [Mayer, 1988]. Al comparar las estructuras de financiamiento de algunos países, todos desarrollados, para el período 1970-1985, Mayer observó que la preponderancia del financiamiento bancario de la industria en Alemania y en Japón fue una ventaja principal con respecto a las estructuras de financiamiento de Estados Unidos y del Reino Unido. En esos países, los mercados financieros dominan los comportamientos de los ahorristas, pero dan poco financiamiento a la inversión productiva. El autofinanciamiento de las empresas restringe el crecimiento. Por el contrario, en los países bancarios, las tasas de autofinanciamiento pueden ser más bajas, sin que por ello sean las empresas más frágiles financieramente.

Estas diferentes estructuras de financiamiento tienen consecuencias importantes sobre la inversión productiva. En efecto, la inversión es un proceso que se realiza en el tiempo, cuya rentabilidad sólo se descubre a medida que se realiza, pero que desde su origen requiere un plan de financiamiento que apueste por la calidad del proyecto. Supongamos que el tiempo se divida en dos períodos, el corto y el largo plazos. Las empresas pueden escoger dos tipos de inversión: inversiones a corto plazo, para la producción de bienes de consumo e inversiones a largo plazo, para la producción de bienes de producción. Las primeras mantienen un nivel dado de consumo y tienen una rentabilidad dé-

bil, pero segura. Las segundas tienen una rentabilidad nula en el primer período y alta en el segundo. Además, los proyectos de las empresas son inciertos: y eso se ilustra con “buenas” y “malas” empresas. Estas últimas no son rentables y, por eso, no deberían recibir financiamiento externo en ninguno de los dos períodos. La incertidumbre implica que los proveedores de capitales externos no tienen ninguna forma de distinguir *ex avant* las empresas “buenas” de las “malas” [Von Thadden, 1990].

No es obvio que la banca conceda los fondos externos de forma que satisfagan varias restricciones sujetas a la incertidumbre: seleccionar las “buenas” empresas, preservar el pleno empleo de las capacidades de producción existentes, financiar suficientes préstamos de largo plazo para evitar que la economía sea víctima de una falta de crecimiento. Supongamos, en efecto, que los mercados de capitales sean la única fuente del financiamiento externo. Esos mercados sólo pueden evaluar la calidad de las empresas con la observación de la rentabilidad realizada. Tras el primer período, los mercados observan que algunas empresas tienen un rendimiento promedio positivo, y otras un rendimiento nulo. Pero entre estas últimas, hay empresas no rentables y otras con inversiones de largo plazo. La ausencia de una fuente interna de información sobre las empresas impide, a los mercados, distinguir entre las dos categorías de empresas. Así ellos renunciarán a financiar inversiones de largo plazo. Las empresas buenas se plegarán a la inversión a corto plazo. La economía sufrirá una falta de crecimiento por la incapacidad de los mercados financieros de traspasar la incertidumbre. Por el contrario, los bancos de relaciones financieras a largo plazo con las empresas, que mantienen sus cuentas e invierten recursos para controlar la realización de los proyectos de inversión, acceden a información adicional sobre la calidad de las empresas. Pueden comprometerse con las empresas “buenas” en planes de financiamiento a largo plazo, que les den la seguridad de tener los recursos para llevar a término su proyecto de inversión de largo plazo desde que lo conciben.

Podría pensarse que las empresas serias tienen interés en establecer relaciones exclusivas con bancos titulares. Sin embargo, la liberalización financiera más bien favoreció la emancipación de las empresas. Para entenderlo, hay que considerar el poder coercitivo que la exclusividad da al prestamista. En el ejemplo teórico ya descrito, el banco puede amenazar con cortar el financiamiento del proyecto a largo plazo si no le satisface el reparto de los réditos. Con la exclusividad, la empresa se obliga a ceder o a plegarse a proyectos de corto plazo, si anticipa esa relación desfavorable de poder. Una competencia entre los prestamistas la favorecería más, y al mismo tiempo, sería más eficaz para la economía global [Hellwig, 1991].

Las grandes empresas pueden aplicar esta competencia a una amplia gama de prestamistas, mercados organizados con un gran número de bancos, y también intermediarios financieros no bancarios. Las PME son menos libres. Pero todas las empresas buscan evitar que el recurso en la banca externa aliene su independencia. Se desprende de ello un dilema entre las ventajas de las relaciones a largo plazo y los beneficios de la competencia de las fuentes de financiamiento para la emancipación de las empresas. Dicho dilema plantea un problema de organización de los sistemas financieros, por tratar de preservar los beneficios de los diferentes tipos de banca y reducir sus inconvenientes. No hay una solución milagrosa para este dilema. Las elecciones que conciernen a las estructuras financieras son nacionales y contienen una fuerte determinación histórica. Pero hay doctrinas enfrentadas, principios que rivalizan por idear la coexistencia de bancos y mercados, incitar diferentes conductas y enfatizar diversos criterios de ejecución.

Los bancos y la organización de las finanzas

Se reconoce ampliamente que Estados Unidos, Japón y Alemania constituyen tres modelos tipo muy diferentes de la organización financiera. Si el modelo japonés de mercado es *sui generis*, el americano atrae al conjunto de los países anglosajo-

nes, y el alemán tiene afinidades con las estructuras francesas y suecas, y generalmente da importancia a los bancos, lo que se admite bien en Europa continental.

Se puede ilustrar las diferencias entre estos modelos mediante algunos indicadores. Así, la gran disparidad de los tamaños del sector bancario en la economía; en 1991, los activos totales de los bancos representaban el 62% del PNB en Estados Unidos, contra el 145% en Alemania y el 167% en Japón, pero es en Alemania donde los bancos concentran la propiedad de las acciones de las empresas. Las participaciones mayoritarias alcanzan allí el 65% de la reserva total de las acciones empresariales (55% en Francia), contra sólo el 5% en Japón y en Estados Unidos. La influencia de los bancos en Japón no pasa por el control de la propiedad.

Hay, entonces, una compleja diversidad de los sistemas financieros. Pero no puede conocerse con cualquier indicador que resuma sus características particulares. Hay que buscar más profundamente lo que hace coherentes a los modelos principales y lo que los hace diferentes. La comparación de los sistemas financieros sólo puede ser multifacética. El primer criterio para hacerlo es la *legitimación*, que designa el conjunto de los valores sociales en cuyo nombre se emprende la actividad financiera. Es la ética que rige la confianza en las prácticas de la banca. El segundo, es la *coordinación*, el proceso que guía a la distribución del capital; define la manera en la que se ejerce la tutela social sobre los dirigentes de las empresas (*corporate guidance*), para controlar el buen uso de los recursos a su disposición. El tercero, la *incitación*, que designan los procedimientos por los cuales los proyectos personales de hacer carrera en las empresas se conforman con los objetivos colectivos de éstas. El cuarto, el *control*, que determina las sanciones de los fracasos y las presiones para modificar las estrategias empresariales antes de que ocurran los fracasos. El quinto, la *seguridad*, que concierne al enfoque de las autoridades y de los profesionales para dominar los riesgos.

CUADRO XI
LÓGICA DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

<i>Crterios</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Japón</i>	<i>Alemania</i>
Legitimación	Disciplina de mercado: cuestionabilidad bajo restricción del rendimiento financiero CAPITALISMO COMPETITIVO.	Comunidad de intereses: continuidad a largo plazo de las relaciones de negocios para el crecimiento CAPITALISMO CORPORATIVO.	Participación de instancias sociales para orientar a las empresas hacia el bien común ECONOMÍA SOCIAL DE MERCADO.
Coordinación	Org. vertical por el accionariado: delegación de poderes a los gerentes + evaluación bursátil.	Org. horizontal por keiretsu: participación cruzada + banco principal + consorcio de crédito.	Org. vertical por la banca universal: consejo de vigilancia + consorcio de crédito.
Iniciación	Org. horizontal: ejecución individualizada y movilidad externa.	Org. vertical: lealtad al grupo, movilidad interna y promociones estatutarias.	Org. mixta: participativa pero con competencias negociables.
Control	Quiebra y OPA hostiles. Liquidación de activos en el mercado.	Reorganizaciones dirigidas. Asistencia financiera interna en el Keiretsu.	Reorganizaciones dirigidas por el consejo de vigilancia: codeterminación por poder financiero y representantes por poderes sociales.
Seguridad	Ética de mercado: transparencia de la información + supervisión independiente.	Mutualización de los riesgos: ósmosis entre supervisores y supervisados + opacidad de los compromisos indirectos.	Normalización de las conductas: transparencia frente a las autoridades de tutela + autodisciplina profesional.

El cuadro XI hace desaparecer los contrastes entre la doctrina anglosajona que pretende ser universal, la cultura financiera japonesa y la orientación alemana de la banca al servicio de las finalidades sociales.

El financiamiento directo mediante los mercados de bonos sigue siendo minoritario, aunque en Estados Unidos tenga más importancia. Una economía de banca de mercado, sobre todo, es una economía de un autofinanciamiento empresarial alto, lo que refleja la autonomía de las empresas frente a los bancos. Los mercados financieros siguen teniendo un importante papel en la distribución del ahorro, aunque sean marginales en el financiamiento de las empresas; determinan el costo del capital, por un lado, y el valor de las empresas por el otro. Forman una instancia anónima que orienta el uso del autofinanciamiento de las empresas y la redistribución de los haberes financieros del sector doméstico. Al someter a los dirigentes empresariales a la amenaza de transferencias del control de propiedad, los mercados son una instancia mediadora del uso de los fondos a disposición de los dirigentes. La eficacia de esta disciplina de mercado se refuerza con la participación que tengan los dirigentes en los beneficios del valor mercantil de las empresas. Los agentes de cotización (*rating*), que forjan los criterios estandarizados de evaluación de las empresas, deben contribuir a la eficiencia de los mercados al proporcionar la información requerida para formar los juicios colectivos sobre la rentabilidad. Los financieros especializados en las fusiones y adquisiciones dan vigor a un mercado del control de propiedad. Todos estos mecanismos se relacionan, entonces, de una u otra manera, con la formación de los precios de los activos en los mercados financieros. La calidad de su regulación de la acumulación del capital sólo vale por la capacidad de esos precios para descubrir los determinantes fundamentales de la rentabilidad. Y, según se ha demostrado, esta capacidad es más que dudosa.

Japón establece una interconexión de las relaciones financieras con su estructura canónica anterior a la liberalización fi-

nanciera que hace real una comunidad de intereses garante de una gran estabilidad de la propiedad de las empresas, sin concentración del control de propiedad. La importancia de las participaciones cruzadas y la dirección estratégica de los grupos mediante consejos informales de presidentes hacen considerar los objetivos a largo plazo de los grupos en la gestión de las unidades autónomas que las componen. Las informaciones mejoran la calidad de los compromisos financieros y permiten tolerar niveles elevados de tasas de endeudamiento de las empresas, sin un incremento importante de los riesgos. Este endeudamiento de bajo riesgo financia tasas altas de inversión, que además son favorecidas por el bajo costo de los recursos financieros externos. Del lado de las empresas, la relación de clientela se traduce en el depósito de balances líquidos compensatorios en los bancos, contra servicios financieros no tarifados. La abundancia y la estabilidad de los depósitos, de una parte, y la administración de tasas acreedoras, de otra, permiten a los bancos aplicar una tasa de base estable en sus préstamos y primas de riesgo bajas. Estas relaciones financieras permiten a los bancos renovar regularmente sus créditos a corto plazo. Las empresas disponen así de hecho, de un financiamiento de largo plazo a tasas de corto plazo bajas y garantizadas. Se puede llegar a la conclusión de que la banca japonesa contribuye al crecimiento en un período largo. Una buena calidad de los compromisos financieros y de los costos bajos y estables mantuvieron durante mucho tiempo tasas de inversión muy elevadas.

El sistema financiero alemán también concede un papel central a los bancos. Pero ésta es la única semejanza con el sistema japonés. Los bancos alemanes son universales; combinan los oficios de la banca comercial y de la banca de negocios. Engloban, entonces, al crédito intermediado y el corretaje de los valores mobiliarios. Tienen una influencia determinante en las asambleas de accionistas que eligen representantes en los consejos de vigilancia de las empresas. El poder de los bancos se contrarresta de dos maneras: el consejo de vigilancia y la instancia de las

decisiones estratégicas y del control de la buena utilización del capital por parte de las empresas combina gerentes, banqueros, representantes del personal y de las colectividades territoriales. Esta composición permite que haya alianzas sutiles. Además, la estructura industrial alemana comporta muchas empresas medianas independientes de los grupos con mayoría bancaria. Por tanto, no se puede comparar para nada con el *keiretsu* japonés. Se concluye que Alemania tiene empresas que en promedio tienen una tasa de autofinanciamiento alta. Esto se refleja en un sistema mixto donde el accionariado es estable por ser concentrado, donde el poder de los bancos está bien contrarrestado, donde el densísimo tejido de las empresas dinamiza economías regionales que se ponen en comunicación mediante intercambios comerciales interregionales y las concesiones de recursos de los grandes grupos.

3. Los bancos a prueba de la liberalización financiera

Ahora se puede comprender qué haz de restricciones se cierne sobre los bancos. Para los prestatarios, los grandes clientes con cuotas de crédito elevado encontraron otras fuentes de financiamiento que compiten con el crédito bancario. Las emisiones de billetes del total de los capitales líquidos para los mercados monetarios nacionales, las emisiones obligatorias para los mercados financieros, las emisiones de efectos a medio plazo en los mercados internacionales y los préstamos de instituciones no bancarias limitaron la parte de los préstamos bancarios. Para el conjunto de las empresas, el incremento de las tasas de autofinanciamiento redujo su independencia frente a todas las fuentes de fondos externos. El cuadro XII ilustra la evolución que tuvo lugar en Estados Unidos respecto al financiamiento externo. Hubo una baja espectacular del financiamiento mediante acciones. El incremento correlativo del endeudamiento benefició al mercado de obligaciones y a las instituciones no bancarias más que a los bancos.

CUADRO XII
ESTRUCTURA DEL BALANCE DE LAS SOCIEDADES PRIVADAS
AMERICANAS NO FINANCIERAS (EN % TOTAL)

	1980	1982	1986	1990	1992	1994
ACTIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Activos no financieros						
Activos corporales fijos, netos	59,1	61,1	58,8	55,8	51,7	51,4
reservas	14,5	13,0	11,8	12,3	12,9	13,2
Acciones	8,8	7,8	7,1	7,5	8,3	8,7
Activos financieros detenidos						
A corto plazo	17,4	18,0	22,3	24,2	26,9	26,4
A largo plazo	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
PASIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Acciones	68,2	67,9	59,6	52,5	48,6	48,4
Endeudamiento						
Bonos	10,2	10,6	14,2	16,2	18,7	18,8
Préstamos bancarios	5,2	6,1	7,4	7,1	7,0	7,0
Otros préstamos	7,6	7,3	10,5	15,2	15,8	15,3
Préstamos interempresariales	8,8	8,0	8,4	9,0	9,9	10,5

Fuente: OCDE, cuentas de las empresas no financieras

Para los depositantes, los bancos compitieron con las inversiones de capital en bonos con buenos rendimientos y con el deslizamiento hacia el ahorro institucional. El balance de los bancos sufrió así un deterioro, porque los créditos que sustituyeron los préstamos a los clientes mejor cotizados tuvieron más riesgo y porque los recursos que reemplazaron a los depósitos del sector doméstico costaron más. Los efectos de estos cambios sobre los desempeños de los bancos se miden en sus cuentas de resultado. El cuadro XIII da indicaciones sobre las reacciones de los bancos en las presiones competitivas que sufrieron. También ilustra las diferencias de situación de los bancos según los tipos de sistemas financieros en los cuales se insertan.

La tasa de beneficios antes de los impuestos es el indicador sintético de la rentabilidad bancaria. En la mayoría de los países, los bancos sufrieron una baja de su rentabilidad a principios de los años '90, tras la crisis inmobiliaria que conllevó un deterioro

CUADRO XIII
RENTABILIDAD DE LOS GRANDES BANCOS COMERCIALES
(EN % DEL ACTIVO MEDIO DE CADA PERÍODO)

	1981-1986	1991	1992	1993	1994	1995
Estados Unidos						
Productos financieros netos	2,83	3,09	3,56	3,55	3,38	3,30
Resultado bruto	4,14	5,10	6,10	6,31	5,76	5,61
Costos de explotación	2,83	3,43	3,94	4,03	3,73	3,58
Provisiones	0,52	1,21	2,17	2,28	1,94	2,03
Beneficios antes de imp.	0,79	0,47	1,24	1,74	1,65	1,76
Beneficios puesto en reserva	0,32	-0,11	0,52	0,65	0,35	0,39
Japón						
Productos financieros netos	1,10	0,81	1,00	1,01	0,99	1,21
Resultado bruto	1,42	1,22	1,07	1,02	0,99	1,17
Costos de explotación	0,93	0,67	0,70	0,74	0,76	0,76
Provisiones	0,03	0,07	0,16	0,15	0,21	0,73
Beneficios antes de imp.	0,46	0,48	0,21	0,13	0,02	-0,32
Beneficios puesto en reserva	0,15	0,19	0,06	0,05	-0,04	-0,44
Alemania						
Productos financieros netos	2,83	2,39	2,47	2,37	2,25	1,93
Resultado bruto	3,97	3,51	3,65	3,62	3,19	2,89
Costos de explotación	2,64	2,40	2,31	2,22	2,14	2,05
Provisiones	0,54	0,31	0,64	0,83	0,47	0,41
Beneficios antes de imp.	0,79	0,80	0,70	0,57	0,58	0,43
Beneficios puesto en reserva	0,11	0,13	0,19	0,13	0,14	0,12
Francia¹						
Productos financieros netos	2,55	2,06	2,01	1,38	1,39	1,31
Resultado bruto	3,02	3,06	2,85	2,69	2,45	2,41
Costos de explotación	2,07	2,08	1,97	1,90	1,91	1,90
Provisiones	0,70	0,55	0,67	0,66	0,49	0,33
Beneficios antes de imp.	0,25	0,42	0,21	0,13	0,05	0,37
Beneficios puesto en reserva	-	0,07	0,06	0,04	0,05	0,05
Reino Unido						
Productos financieros netos	3,24	3,10	2,62	2,45	2,34	2,32
Resultado bruto	4,80	5,02	4,56	4,41	4,12	4,07
Costos de explotación	3,30	1,75	1,54	1,63	1,48	1,47
Provisiones	0,53	1,14	1,24	0,87	0,33	0,30
Beneficios antes de imp.	0,97	0,60	0,31	0,76	1,35	1,37
Beneficios puesto en reserva	0,46	0,09	-0,07	0,20	0,45	0,30

1. Promedio 1989-1991

Fuente: OCDE, rentabilidad de los bancos, suplemento estadístico

de los balances y un incremento de las provisiones para riesgos de crédito. Los países con políticas macroeconómicas activas y con reestructuraciones bancarias enérgicas levantaron espectacularmente la rentabilidad de sus bancos. Ese fue el caso, primero en Estados Unidos desde 1992; luego, en el Reino Unido, tras dejar la sujeción del SME desde 1993. Francia, en cambio, y sobre todo, Japón, experimentaron crisis bancarias interminables. En Francia, la restricción de tasas de interés muy elevadas y la incapacidad del Estado para reestructurar los bancos públicos hundieron al sistema bancario en un prolongado marasmo. En Japón, las consecuencias de la caída en picada de los precios inmobiliarios fueron aún peores. Los créditos dudosos se descubrieron progresivamente como el efecto de fraudes a gran escala, que implican a las altas esferas oficiales en sus mecanismos esenciales. La población sufrió una desmoralización que llegó a una masiva pérdida de confianza en el conjunto del sistema financiero. Aunque las tasas de interés caigan hasta niveles muy bajos, Japón sufre su debacle económica por la incapacidad de los bancos en dar créditos a la economía.

Aparte de su diversa sensibilidad a las perturbaciones, los sistemas bancarios tienen diferencias más estructurales. Los beneficios antes de impuestos y, sobre todo, los beneficios puestos en reserva son muy inestables en los países anglosajones. La presión competitiva obliga a distribuir dividendos hasta en los años en que los beneficios bajan mucho. Por el contrario, los réditos de los bancos alemanes son mucho más regulares y amortizan las fluctuaciones residuales sobre los dividendos, de suerte que las tasas de los beneficios puestos en reserva son muy estables. Japón observa la misma política con menor éxito, debido a la intensidad de la crisis bancaria desde 1990. Los bancos franceses también pueden colocarse en la misma categoría, y además con una particularidad estructural poco envidiable: la tasa de ganancia antes de impuestos es estructuralmente baja, aproximadamente de dos y medio a tres veces más baja que la de los bancos alemanes.

Los productos financieros netos y el resultado bruto informan sobre la respuesta de los bancos a la competencia de los mercados. Los productos financieros netos dependen de la adaptación de las estructuras de balance a la pérdida de los clientes privilegiados y al crecimiento del costo de los recursos. En un entorno muy competitivo, los bancos americanos se adaptan notablemente. En Alemania, la estabilidad es lo que importa, pues las relaciones de largo plazo con los clientes no se afectaron y la desintermediación de los recursos no se produjo. Los bancos franceses son los que sufren el deterioro más amplio y continuo de la tasa de los productos financieros netos. En efecto, sus activos tienen una proporción demasiado baja de bonos negociables, mientras que sus recursos están ampliamente desintermediados. A finales de 1989, 9% de los activos y 24% de los pasivos eran bonos. Cuando las tasas de interés de mercado aumentan en el pasivo, la remuneración de los bancos en el activo sobre sus créditos intermediados presenta una gran inercia. Y de ello resulta un deterioro del margen bancario. La particularidad de los bancos japoneses se ve así con claridad: un margen beneficiario sobre los intereses muy reducido y una competencia sobre los volúmenes de crédito. Lo cual llevó en los años '80 a una expansión excesiva de los balances y a una subevaluación de los riesgos, y los bancos continuaron su política en un entorno desregularizado; de la misma forma que cuando estaban protegidos.

El paso de los productos financieros netos al resultado bruto da indicaciones sobre las comisiones y las plusvalías realizadas sobre ventas de activos. Se observa que las ganancias de los bancos ingleses y sobre todo los americanos, que premian su reextensión hacia la intermediación de mercado. En cambio, el peso de estas fuentes de ingresos en los bancos japoneses es muy débil; lo que confirma su falta de adaptación a las nuevas condiciones de competencia. La búsqueda del volumen más que de la rentabilidad ajustada del riesgo se descubre, por el contrario, en el peso muy débil de los gastos de explotación en Japón, donde los bancos sacan partido de los efectos de escala. Estos gastos de

explotación son considerablemente más bajos que en los demás países, debido a la importancia de los costos fijos. En este campo, la posición de los bancos franceses es intermedia, gracias a un esfuerzo de compresión de sus costos operatorios durante toda la década de los '80.

Finalmente, el lugar que ocupan las provisiones informa acerca de la importancia y las variaciones del riesgo de crédito de los bancos, pero de manera parcializada. Efectivamente, la comparación entre países sólo tiene sentido en el caso de reglas prudenciales sensiblemente uniformes. Y ése no es en absoluto el caso de Japón, donde el riesgo de crédito sigue disimulado y sus provisiones, muy bajas. En Occidente, las reglas prudenciales son más homogéneas. La fuerte variabilidad de las provisiones en los países anglosajones es un indicador de la variación de la intensidad del riesgo para bancos que se exponen mucho a la inestabilidad de los mercados. Si bien el alto nivel de las provisiones de 1987 resultaba de las secuelas de la crisis de la deuda de los países del Tercer Mundo, el de los años recientes, especialmente en el Reino Unido, proviene de los riesgos vinculados a los préstamos de bonos y de activos inmobiliarios. Estas provisiones disminuyeron considerablemente a medida que la baja de las tasas de interés de mercado y la recuperación económica consecutiva a la devaluación de la libra, a partir de 1993, reabsorbieron los créditos dudosos.

Esta comparación internacional demuestra que, para los bancos, los problemas de rentabilidad están en primer plano, con desplazamientos temporales y diferencias en la estructura de las cuentas de explotación, provenientes de la pluralidad de los sistemas financieros. Pero en todo caso los bancos deben sustituir una mejora cualitativa de la composición de sus activos por una expansión cuantitativa de sus balances. El restablecimiento de réditos de los bancos americanos demuestra que tienen esa capacidad. ¿Puede beneficiar al financiamiento del crecimiento este cambio de orientación?

Los bancos y el porvenir de los sistemas financieros

La función bancaria no desaparecerá. La liberalización financiera no tiene por finalidad una economía de mercados financieros, donde la moneda, tal como la conocemos, ya no existiría. La liquidez de los mercados está en la intermediación de los bancos en dichos mercados, en su papel de *market maker*. Los bancos pueden hacerlo gracias a su acceso privilegiado al medio de reglamento último del Banco Central. La transformación de los sistemas financieros no lleva a la desaparición de la función bancaria, sino a su ampliación posible a instituciones financieras que estaban separadas de ella. A su vez, los bancos se comprometen en una reestructuración principal de sus balances, al ser llamados a ejercer funciones de mercado.

La adaptación de los bancos es particularmente difícil, porque a las consecuencias de la globalización de los mercados se añaden los problemas del financiamiento del crecimiento. El peligro sería que las transformaciones del lado de la competencia para los servicios de la liquidez, que ocurren en los mercados mayoristas mundiales, anularan los arreglos nacionales para el financiamiento de la economía real. Ciertamente, la liquidez de los mercados, mucho más importante que en otro tiempo, permite en principio una gran flexibilidad en el financiamiento de las adquisiciones de activos. Pero ello no equivale al financiamiento de la economía. Podría ser que la mayor exposición de los bancos a la competencia haga más difícil el financiamiento de las inversiones de innovación, que son cruciales para el crecimiento. La combinación de los bancos y de los mercados financieros para financiar una competencia tecnológica particularmente incierta sigue siendo un problema sin resolver.

¿Cuáles son, respecto a este problema, las tendencias recientes perceptibles en la evolución de los tres grandes tipos de sistemas financieros descritos antes? ¿Se puede hablar de convergencia entre ellos en cuanto al financiamiento de la industria?

En Japón, la liberalización financiera se hizo muy desordenadamente, y eso expuso a la comunidad de intereses a la acción

de fuerzas centrífugas dentro de los grupos financieros. La autonomización de las empresas y los problemas que se encontraron los bancos pudieron hacer dudar del porvenir de los *keiretsu*. Su empeño sobre la distribución del capital parecía debilitarse. Empresas con medios financieros independientes de los grupos financieros constituidos pudieron establecer relaciones de negocios que escapan a las redes establecidas de las pertenencias cruzadas. En Alemania, la innovación financiera se desarrolla mucho más lentamente. Pero las empresas alemanas tienen libre acceso a los mercados financieros internacionales. Pueden reducir los costos de los fondos externos y al mismo tiempo, romper la exclusividad de los vínculos crediticios con los bancos que residen en sus consejos de vigilancia.

Estas evoluciones no justifican el pronóstico de una convergencia ineluctable de todos los sistemas financieros hacia el sistema americano. Los bonos a corto plazo y las obligaciones siguen siendo minoritarias en importancia con relación al endeudamiento de las empresas, en comparación con el crédito bancario en el sistema alemán y japonés. Es posible que la propiedad de las empresas se redistribuya, y los bancos busquen diversificar sus balances. Pero el accionariado no se dispersará por eso. Más probablemente, son las inversiones institucionales, grandes recolectores del ahorro contractual, las llamadas a influir más en los grupos financieros remodelados. La alianza de los bancos y de las compañías de seguros que se esboza en Alemania y en Francia podría convertirse en un modelo financiero en la Europa del Mercado Único de los servicios financieros. Se trata, efectivamente, de la alianza del ahorro a largo plazo y del peritaje de las capacidades de expansión de las empresas.

Sea como fuere, el crecimiento futuro dependerá de la movilización de los capitales estratégicos, es decir, de los fondos comprometidos para financiar apuestas de empresa con riesgos importantes. Sabemos que los mercados financieros no son aptos para tratar este tipo de riesgo. Cumplen su papel en garantía, cuando las apuestas tienen éxito y los inversores estratégicos

quieren abrirse y hacer reales los réditos de innovación. Un dinamismo innovador sólo es compatible con un accionariado disperso, si existe una población lo suficientemente grande de verdaderos capitalistas individuales, dispuestos a comprometerse en el financiamiento de la creación de empresas nuevas e innovaciones radicales. Este tipo de agente económico apenas existe ya en Estados Unidos, y, en todo caso, no existe fuera de los países anglosajones. En el resto del mundo, la función del capital riesgo está institucionalizada, cuando existe. Si bien la banca universal a la alemana no puede asumirla sola, y los poderes públicos se paralizan con enmarañados problemas presupuestarios, se deja el campo libre a la alianza de los bancos y de los inversores institucionales [Pastré, 1992].

Los grandes sistemas financieros no convergen, entonces, hacia un modelo único, sobre todo un modelo de mercado puro. Por lo demás, se puede sostener que en Estados Unidos, el saneamiento financiero bien podría ver salir de su obsesión del rendimiento a corto plazo a los grandes inversores institucionales, cuanto más que las mejores políticas económicas calmarían la agitación de los mercados. Si la inestabilidad financiera puede contenerse, la competencia de los grandes sistemas financieros se dará de nuevo sobre el ritmo y la regularidad del crecimiento.

SEGUNDA PARTE
BANCA, CICLOS Y CRISIS

IV / La vuelta de los ciclos financieros

La liberalización financiera se acompaña con el resurgimiento de los ciclos económicos. A principios de los años '90, los países de la Organización Europea de Cooperación Económica (OCDE) sufrieron alternativamente una recesión de una insólita duración, marcada por considerables problemas financieros. La profundidad y la duración de la recesión fueron tanto más pronunciadas cuanto que la desestabilización de los sistemas financieros había sido intensa en los años '80. Ese fue el caso de Japón, Inglaterra y los países escandinavos, que experimentaron especulaciones inmobiliarias muy fuertes y acompañadas de crisis bancarias.

La recesión de principios de los años '90 fue atípica, por los ajustes que las restricciones financieras desencadenaron en las economías de los países desarrollados. Estos procesos, que alteran el perfil del ciclo al tiempo de hacer resaltar sus características, son el resultado de dos fenómenos principales de los años '80: la falta de control de los precios de los activos y el desarrollo generalizado del crédito.

Hasta Francia sufrió una recesión muy penosa, aun sin experimentar los más graves excesos financieros. Ni el sector doméstico ni las empresas jugaron el papel estabilizador que se había podido observar en las recesiones anteriores. Las primeras no recurrieron a sus ahorros para mantener los gastos de consumo; al contrario, aumentaron su nivel de ahorro en respuesta a la baja de los precios de los activos. Las segundas no allanaron el ciclo, al aceptar endeudarse para proseguir sus programas de in-

versión; al contrario, trataron de mantener sus réditos y de reducir sus cargas financieras, al cortar de manera drástica sus inversiones y al despedir masivamente a su mano de obra. El resultado fue una fuerte disminución de la progresión del PIB (1% en el conjunto de los tres años, de 1991 a 1993). Por tanto, un año de baja absoluta (-1% en 1993). La inversión de las compañías privadas se hundió, desde una tasa del 19% en 1990, hasta menos del 16% en 1993. Durante este tiempo, la tasa de autofinanciamiento, ya muy alta como promedio desde 1986, brincó al 108% en 1993 para el conjunto de las compañías privadas. Estos comportamientos explican la preponderancia de la limitación financiera, reforzada por el nivel de las tasas reales de interés pese a la recesión. Dicha limitación no es en sí misma, independiente de la deteriorada situación financiera de los bancos, que cambiaron brutalmente de régimen, desde una expansión sin riendas del crédito hasta una gran reticencia a dar préstamos.

Estas observaciones plantean preguntas de gran importancia para la regulación coyuntural y la dependencia del crecimiento frente a la inestabilidad cíclica. Una opinión optimista afirma que los años '80 fueron excepcionales, porque hicieron la transición entre la banca administrada y la banca liberalizada. La inestabilidad financiera se disiparía una vez que se pusieran las nuevas reglas de juego. La recesión habría sido excepcionalmente severa, porque reabsorbió desórdenes provenientes más del cambio de las estructuras financieras que del funcionamiento permanente de la banca liberalizada. Otro punto de vista hace notar que la liberalización financiera reside en la innovación como forma normal de la competencia, de suerte que las estructuras cambian continuamente. Además, la formación de los precios de los activos financieros crea una inestabilidad endémica de la banca, que se transmite en la economía. Así mismo, la existencia de ciclos financieros sería inherente a cualquier sistema liberalizado.

Se impone acudir a la historia para dar un esclarecimiento a esta cuestión esencial. Lo cual evidenciará una presuposición

de inestabilidad cíclica, que la inversión en la banca liberalizada transmite a la economía global. Al admitir esta enseñanza general, podremos profundizar el análisis de la interdependencia dinámica entre la banca y la economía.

1. Estructuras financieras y regímenes del crédito

La historia de largo plazo permite comparar las relaciones entre las tasas de interés, de un lado, la evolución de los precios y el crecimiento, del otro, en estructuras financieras distintas. Pues se dan antecedentes para la liberalización financiera contemporánea. El medio siglo anterior a la Primera Guerra Mundial experimentó una apertura financiera internacional y un gran apogeo de los mercados financieros. Esa época es comparable a la fase contemporánea de la historia financiera que se desarrolla desde finales de los años '70. Estos grandes períodos de banca liberalizada son opuestos a la larga fase de banca administrada en estructuras nacionales separadas que se inicia en los años '30 y continúa hasta los '70. Dichas comparaciones ponen en evidencia características muy importantes de la regulación financiera de las fluctuaciones económicas.

La tasa de interés a largo plazo sobre las obligaciones de Estado se eligió en cuanto se reveló sobre las fuerzas que determinan el equilibrio ahorro-inversión. Al mantener para la comparación a Estados Unidos, el Reino Unido y Francia, y dejar de lado las dos guerras mundiales, esa tasa de interés tiene la ventaja de no estar afectada por riesgos particulares de solvencia.

Cuando los mercados financieros son amplios, intensos e integrados, la tasa de interés sobre los bonos de Estado es una tasa directriz, cuyas grandes variaciones prevalecen en el conjunto mundial. Las diferencias de nivel entre países son poco variables en el tiempo. El país con la tasa de interés más baja es el que posee la divisa clave: el Reino Unido antes de 1914, y Estados Unidos tras la Segunda Guerra Mundial.

En los sistemas financieros administrados y cerrados que se crearon tras la Segunda Guerra Mundial, las tasas de interés se

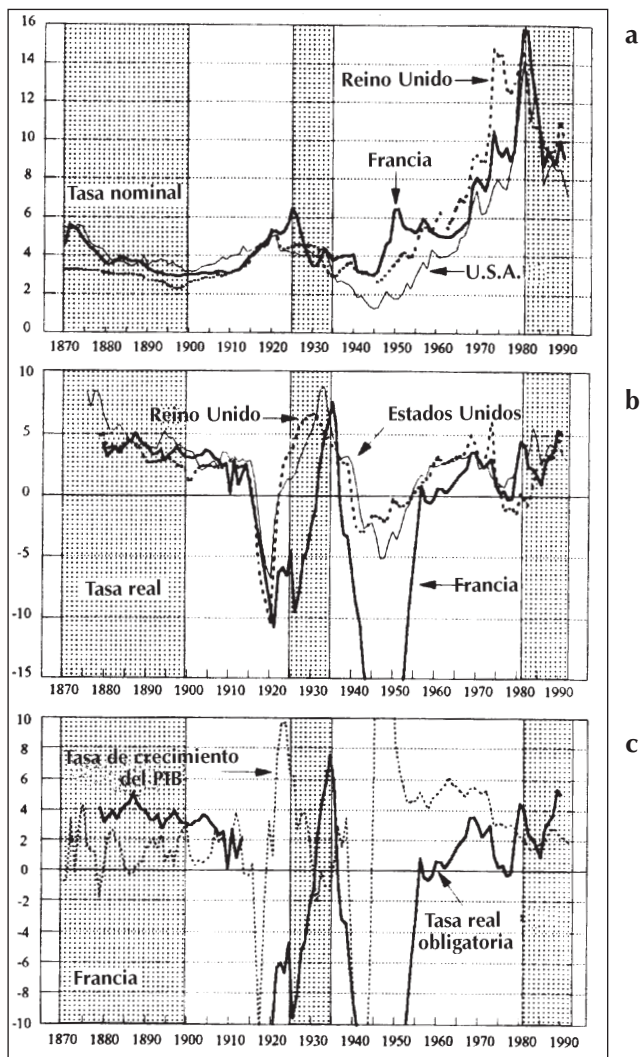
reglamentaban y su correlación entre países era más floja. Sin embargo, la pertenencia a las reglas del sistema monetario internacional y el desarrollo del comercio internacional conllevaban restricciones de regulación monetaria que provocaban una orientación común del movimiento de las tasas de interés a largo plazo.

La figura *a* ilustra dicha observación. Se pueden plantear evoluciones tendenciales de las tasas de interés nominales a largo plazo, comunes en Estados Unidos, Francia y el Reino Unido. Los años 30 escapan un poco a esta estrecha vinculación (pues fueron de una completa desintegración financiera), así como la inmediata posguerra (un período de control cuantitativo del comercio exterior en Europa).

Pero la figura *b* muestra que para las tasas de interés reales no se encuentra una vinculación entre las tasas de interés nominales. La interdependencia financiera no impide la disparidad en las evoluciones de los precios internos, ni la inercia de las anticipaciones de inflación. De lo que se deduce que las tasas de interés reales *ex post* pueden diferir sensiblemente de las tasas de interés reales anticipadas en las fases de cambio de ritmo de la inflación, cuando el ritmo de la evolución futura de los precios es incierto.

Alza tendencial de las tasas nominales (1896-1913 y 1945-1980)

La inflación es la orientación general de los precios. Cuando se acelera, su evolución futura tiende a subestimarse. Esta disposición es tanto más acusada cuanto que las estructuras financieras se caracterizan por la poca importancia de inversiones de mercado a tasas libres de interés, y que la formación de los salarios se caracteriza por contratos plurianuales. En esta situación, la tasa de interés real anticipado tiende a ser superior a la tasa de interés real *ex post*, lo que incorpora una inflación muy fuerte y no anticipada. De lo cual resultan bajas (y hasta negativas) tasas de interés reales *ex post*, como pasó en la inmediata postguerra y en la primera mitad de los años '70. Por el contrario, cuando la



- a. Tasa de interés nominal sobre las obligaciones de Estado a largo plazo, en Estados Unidos, el Reino Unido y Francia.
- b. Tasa de interés obtenida al "deflacionar" la tasa nominal de las tasas de crecimiento del precio al consumo llano en 10 años en Estados Unidos, el Reino Unido y Francia.
- c. Tasa de crecimiento y tasa de interés real en Francia.

Fuente: La Carta del CEPII, nº 111, marzo de 1993.

inflación se estabiliza o se reduce la inercia de las anticipaciones en la primera etapa de la inflación rápida, es decir, por el desarrollo de una cultura de inflación y la adaptación de las instituciones financieras y salariales, la tasa de interés real anticipado y la tasa de interés real *ex post* tienden a coincidir. El nivel de esta última sube, como en el período de 1955 a 1965 (de una estabilización de la inflación) o de 1975 a 1980 (de la primera etapa de la inflación acelerada).

El alza de las tasas de interés nominal es a largo plazo, durante un período extenso, se vincula a una acumulación sostenida del capital. La figura *c* ilustra esta relación de largo plazo entre la banca y la economía. Los períodos en los que la tasa de interés nominal a largo plazo tiende a elevarse se caracterizan por una tasa de crecimiento global de la economía superior a la tasa de interés real. Lo cual designa situaciones en las que las perspectivas de rentabilidad del capital productivo son sistemáticamente superiores al costo del capital financiero. En consecuencia, el endeudamiento deseado crece, mientras que las cargas financieras de los prestamistas decrecen en relación con sus ingresos. Los ritmos rápidos de la acumulación del capital y del endeudamiento sostienen una demanda de fondos para préstamos que ejerce una presión permanente sobre la tasa de interés nominal a largo plazo. Lo que desregula este proceso al minar la lógica apropiada es la aceleración de la inflación: los rendimientos de la inversión disminuyen, mientras que la sensibilidad en incremento de la inflación hace subir las tasas de interés reales. Las cargas financieras aumentan y la solvencia de las deudas se deteriora. Y se hace posible un vuelco de larga duración.

Baja tendencial de las tasas nominales (1875-1895 y 1980-1993)

La deflación es la orientación general de los precios. En el sistema del patrón oro se trata de una deflación abierta. El rendimiento de la monetización del metal (que estaba en función del ritmo de la baja de los precios de las mercancías en oro) limitaba el ritmo de expansión de la liquidez. En efecto, en el mar-

co del patrón oro, el precio nominal del oro era fijo en todas las monedas que habían declarado su paridad oro. El rendimiento de la detentación de la liquidez en oro era, por tanto, igual al ritmo de deflación de los precios de las otras mercancías. En las fases de deflación, se incitaba a los productores de oro a explotar más intensamente las minas de oro y a descubrir otras nuevas. Pero ese regulador de la nueva oferta de oro monetario no funcionaba sino a largo plazo. A corto plazo, en cambio, la oferta de liquidez era rígida. Frente a una creciente demanda con las necesidades del comercio y de la banca, esta rigidez mantenía la deflación. El incremento de la productividad industrial y la competencia difundían esa presión deflacionista en los mercados de los productos.

El sistema monetario contemporáneo se caracteriza por patrones nacionales de moneda fiduciaria y por cambios flotantes. Da, en principio, una elasticidad a la oferta de liquidez que permite combatir la deflación. Por eso se asiste a una desinflación, es decir, a una deflación contrariada. Pero se pudo observar una deflación efectiva en los precios internacionales de las materias primas. En el otoño de 1993, esos precios habían alcanzado, en términos reales, su nivel más bajo desde 1945. La competencia internacional, el progreso de la productividad y la flexibilidad de los salarios propagan estas bajas de precio a muchos productos industriales. Existen poderosas fuerzas deflacionistas. Sin embargo, debido a los mecanismos de transferencia y del tamaño de los sectores amparados, la deflación no se generaliza. Los primeros prohíben la baja general de los ingresos salariales; los segundos contienen sectores (la salud en primer lugar) donde los precios nominales aumentan continuamente. Sobre el nivel general de los precios actúan fuerzas contradictorias, cuya resultante está estrechamente vigilada por los bancos centrales, que sólo toleran evoluciones muy débiles del nivel general de los precios, y hacen imposible toda reanudación duradera de la inflación.

En ese caso, la inercia de las anticipaciones es grande. En tanto se subestime la intensidad de las fuerzas deflacionistas, la

tasa de interés real *ex post* es superior a la tasa real anticipada. La acumulación del capital se hace más lenta porque la rentabilidad esperada de muchos proyectos de inversión es inferior al costo del capital financiero. El gráfico ilustra este fenómeno. Cuando la tasa de interés nominal tiende a bajar, la tasa de interés real es sistemáticamente superior a las tasas de crecimiento. En estos períodos, las cargas financieras de los prestamistas crecen, mientras que su endeudamiento deseado para financiar las inversiones productivas decrece en proporción a sus ingresos. Se instala un régimen de acumulación más lenta y de reflujo de la inflación, que implica la disminución de las tasas de interés nominales a largo plazo. Con el tiempo, la consolidación financiera de los deudores, la destrucción del capital productivo por las quiebras o suspensiones de pagos y las reestructuraciones, y el retraso en la renovación de las inmobilizaciones, acaban por subir la rentabilidad anticipada de los proyectos de inversión. Se puede entrever, entonces, la vuelta de una larga fase de crecimiento.

La banca y la regulación del equilibrio ahorro-inversión

La banca orienta durante mucho tiempo el desarrollo histórico del capitalismo. Eso determina las condiciones de financiamiento, que conllevan alternadamente fases largas donde se estimula al crecimiento, y luego se desestimula. Se puede decir que las estructuras financieras mismas no dejan de alterarse en este proceso. Empíricamente, la historia financiera, al menos desde la mitad del siglo XIX, sería un gran péndulo entre las épocas dominadas por el apogeo de los bancos y las que están bajo la influencia preponderante de los mercados.

En principio, hay que tener cuidado de no identificar banca animada por el apogeo de los bancos y banca administrada. Sin embargo, la historia de la posguerra permite comparar apogeo bancario, estructuras financieras administradas y fuerte crecimiento, de un lado; y del otro, reorganización de la banca, estructuras financieras liberalizadas, casi-estancamiento y desempleo. En la larga fase de expansión, las tensiones de corto plazo

se reabsorben de una manera que preserva el crecimiento a largo plazo pero que permite la inflación. En la fase de deflación, las mismas tensiones de corto plazo se reabsorben de una manera que rompe cualquier resurgimiento de la inflación, pero que también obstaculiza el crecimiento a largo plazo. Tras la Segunda Guerra Mundial, estos dos tipos de ajuste macroeconómico se inscriben en las dos categorías de estructuras financieras.

Sistemas financieros de estructuras administradas

Los bancos son las instituciones financieras dominantes. Los gobiernos ponen controles a los movimientos internacionales de capitales. Estos controles permiten utilizar la política monetaria para alcanzar objetivos macroeconómicos nacionales. La tasa de interés que rige el crédito es la tasa de base bancaria, administrada por los bancos. Estos pueden responder a *shocks* sobre la demanda de crédito, al hacer variar el volumen con débiles modificaciones de la tasa nominal.

Supongamos un *shock* expansivo que los bancos toman completamente a cargo. La inversión proyectada es superior al ahorro deseado. El crédito bancario nuevo financia los proyectos a la tasa de interés vigente.

La incidencia inmediata del incremento del crédito depende de la formación de los salarios y de los precios, de un lado; y de la utilización de las capacidades de producción existentes, del otro. Si bien los contratos plurianuales determinan los salarios, y las empresas los precios, al aplicar una tasa de margen sobre un costo de producción normal, el efecto macroeconómico depende del grado de utilización de las capacidades de producción.

Si existen capacidades de producción no utilizadas, hay un régimen keynesiano estándar. Los precios no son sensibles al *shock*. Éste se reabsorbe mediante un crecimiento de la producción que crea el ahorro necesario para el equilibrio macroeconómico en el nivel más alto de inversión.

En cambio, si el grado de utilización de las capacidades de producción ya es alto, y si los salarios se determinan mediante

contratos plurianuales, el *shock* inicial se transmite a la creciente tasa de margen de las empresas. La tensión en el equilibrio ahorro-inversión repercute en los precios. La inflación se acelera y la tasa de interés real *ex post* disminuye, pues la tasa nominal es rígida, hasta el punto en el cual la inflación crea un ahorro forzado en favor de las empresas igual a la inversión proyectada. Hay entonces un régimen a la Kaldor. El resultado importante es que este sistema financiero salvaguarda los proyectos de inversión. De lo que se deduce que la acumulación del capital se preserva, pero que la inflación puede ser variable.

Sistemas financieros de estructuras liberalizadas

Los mercados financieros son las instituciones dominantes. La libertad internacional de los capitales impone un anclaje monetario, bien sea externo para los países de pequeño tamaño, bien directamente fundado en un objetivo de estabilidad de los precios para los grandes países. El nivel general de los precios nominales se vuelve rígido. Esta restricción monetaria impone una flexibilidad de los precios individuales y de los salarios en función de los cambios en las magnitudes reales de la economía. En efecto, las diferencias de ritmo de inflación (que implican una variación del ritmo medio de inflación mediante el juego de las indexaciones) ya no pueden absorber las variaciones sectoriales de la demanda y de la productividad. Los cambios de los niveles de precios que pueden exigir bajas de precios individuales deben absorber los shocks sectoriales.

Examinemos el *shock* mencionado antes: la inversión proyectada es superior al ahorro deseado. La demanda de financiamiento de los prestamistas se traduce en una emisión de bonos nuevos en los mercados primarios de capitales. Ya que, por hipótesis, el ahorro deseado es insuficiente, la tasa de interés nominal se eleva. Y puesto que el régimen monetario restringe la inflación, la tasa de interés real también sube. De eso resulta una evicción de una parte de los proyectos de inversión, que permite el restablecimiento del equilibrio macroeconómico al nivel del

ahorro deseado. La reabsorción del *shock* recae enteramente sobre la acumulación del capital.

Pese a que ese *shock* suscitaría anticipaciones inflacionistas, su resultado no presentaría modificaciones. El alza anticipada de la inflación repercutiría inmediatamente en la tasa de interés nominal. Y el incremento de ésta incorporaría dos componentes: la inflación anticipada y el crecimiento de la tasa real necesaria en el reequilibraje macroeconómico. De lo cual se deduce que la banca liberalizada favorece una inflación estable y baja, pero obstaculiza la acumulación del capital.

2. Dinámicas cíclicas en la banca liberalizada: las incidencias de las fluctuaciones del precio de los activos

Acabamos de definir los ajustes macroeconómicos determinados por los sistemas financieros sometidos a la ley de los mercados. Ahora hay que estudiar más finamente las interacciones que acaban por poner trabas al crecimiento. Esas interacciones ponen en juego las fluctuaciones del precio de los activos y sus efectos sobre los comportamientos de los agentes no financieros, que llevan a acusados ciclos de la inversión.

Dinámica especulativa y endeudamiento

Los precios reales de los activos patrimoniales sufren fluctuaciones de gran amplitud que siguen un perfil primero en alza y luego en baja y duran varios años.

La apreciación del valor real de los activos patrimoniales se nutre con el ritmo de la expansión del crédito más rápido que el de la producción, es decir, por el crecimiento de la relación matemática crédito/ PIB (*cuadro XIV*). A su vez, esa apreciación estimula el desarrollo del crédito. Pero la evolución del precio de los activos tienen una volatilidad muy fuerte en relación al PIB, y es procíclica en todos los países y general, en razón de la integración financiera. De lo cual se deduce que el movimiento de los precios de activos suscita y amplifica un ciclo internacional.

CUADRO XIV
DEUDA DE LOS AGENTES PRIVADOS
REPORTADOS AL PIB

País	Sector doméstico					Empresas				
	1980	1985	1990	1992	1995	1980	1985	1990	1992	1995
EE. UU.	53	59	69	70	75	70	78	81	75	73
Reino Uni.	38	57	80	82	–	94	126	167	180	–
Japón	54	61	76	74	79	142	150	176	171	176
Francia	44	45	57	54	50	90	90	101	106	105
Alemania	51	58	55	50	56	63	67	74	71	70

Fuente: OCDE, Cuentas financieras de los países del OCDE.

Para el Reino Unido, las cifras fueron sacadas de las cuentas nacionales, no disponibles las de 1995.

Se piensa, efectivamente, que la acumulación de las deudas entraña una fragilidad financiera que sigue disimulada en tanto las plusvalías sobre activos prosigan. Y no por eso deja de ocurrir que el peso de las cargas financieras aumente respecto a los ingresos de los prestamistas.

Durante los años '80, hubo una gran disparidad entre los diferentes países de la elasticidad aparente del precio real de los activos en relación al PIB. Relativamente débil en Estados Unidos (1,48) y en Alemania (1,82), se vuelve muy importante en los países que sufrieron los *shocks* de una brutal liberalización financiera: 3,18 en Japón, 3,39 en el Reino Unido y hasta 4,11 en Francia, y 6,88 en Suecia. Hay, por tanto, una clara autonomía de la dinámica financiera en relación al crecimiento, lo que lleva a la fragilidad financiera, porque introduce un sesgo entre, por un lado, resultados financieros que aparecen bajo una luz exageradamente optimista, y por el otro, las condiciones reales de la acumulación del capital.

Consideremos, en efecto, el caso de una fuerte elasticidad de los cursos bursátiles. Durante la fase ascendente del ciclo financiero, la capitalización bursátil crece más rápido que los réditos corrientes. Aunque la comunidad financiera interpreta esta evolución (debida a la ola especulativa) como una anticipa-

ción a largo plazo de la rentabilidad de las empresas, se trata de un movimiento cíclico hacia una tendencia, sin que pueda mantenerse a largo plazo. Esta miopía es un rasgo característico de los mercados de activos. También afecta la percepción del endeudamiento, pues la veloz alza de la bolsa entraña considerables plusvalías latentes, que inflan el valor de mercado de los fondos propios. Un endeudamiento en rápido crecimiento también puede ser compatible con una relación matemática de las deudas / fondos propios decrecientes, mientras que crecen las relaciones matemáticas deudas / ingresos y cargas financieras / ingresos. De ahí la ilusión de una salud financiera que sólo es garante por la apreciación de los cursos bursátiles y puede llevar a una inversión excesiva. Japón fue un típico ejemplo de dicha configuración de las relaciones financieras a finales de los años '80 [Ogawa, 1993].

La fragilidad financiera siempre se disimula porque se desarrolla durante una etapa de euforia financiera [Minsky, 1982]. Por eso, el endeudamiento comporta un lado no conocido de subevaluación del riesgo. Lo cual significa que una parte de las deudas no podrá hacer honor a sus contratos contractuales. La revelación de esta carencia precipita los ajustes recesivos cuando los precios de los activos vuelven a estar a la baja.

La recesión financiera y el ajuste de las empresas y del sector doméstico

La deflación de los precios de los activos patrimoniales es el proceso desencadenante de una recesión que la banca induce. Dicha deflación conlleva un vuelco del crédito, el cual provoca múltiples ajustes recesivos. Se plantea entonces una doble cuestión: el carácter endógeno de la recesión y la duración del ajuste financiero.

La recesión no es mecánicamente endógena en el sentido en que la noche sigue al día en un momento previsible. Pero cuanto más grande es la fragilidad financiera, más vulnerables son los prestamistas a un *shock* imprevisto. La trayectoria, insostenible a

largo plazo, del alza de los precios de los activos y del crédito es una causa estructural de la ulterior recesión. No es una causa funcional, porque ni la fecha del vuelco ni la profundidad de la recesión pueden predeterminarse por lo pasado. El vuelco se desencadena a menudo por un acontecimiento sufrido o provocado. A fines de los años '80 se trató de un endurecimiento de la política monetaria; en Estados Unidos y el Reino Unido, lo provocó el temor de una contaminación inflacionista, debida a un arrebato de la demanda final, financiada a crédito. En Japón, se concibió deliberadamente para romper la especulación inmobiliaria.

En todos los casos, el endurecimiento monetario implica un alza de las tasas de interés a corto plazo, que es a la vez nominal y real. Cuando se produce sobre el terreno de la fragilidad monetaria, esta alza tiene incidencias mucho más espectaculares que si ocurriera sobre agentes económicos en las estructuras financieras robustas, y en una misma amplitud. El incremento brutal e imprevisto de las tasas de interés a corto plazo en condiciones de fragilidad provoca inmediatamente efectos brutales: el hundimiento de los precios de los activos que la ola especulativa había sostenido y el incremento inducido de la relación matemática deudas / fondos propios; el crecimiento más rápido de las cargas financieras en los ingresos; la baja de la rentabilidad de las empresas; el surgimiento de los préstamos no ejecutantes y la reevaluación de los riesgos sobre el conjunto de las deudas.

En consecuencia, una recesión financiera difiere de una recesión económica estándar por ajustes financieros que pretenden reducir el peso de la deuda en presencia de altas tasas de interés reales [Artus, 1994]. Eso implica esfuerzos particulares de las empresas para aumentar la participación de los réditos en el valor añadido y para elevar la tasa de autofinanciamiento mucho más allá del 100%, con vistas a desendeudarse. Estos ajustes entrañan una baja pronunciada y duradera de las inversiones productivas. Las empresas francesas son buenos ejemplos de dicho ajuste. Desde mediados del año 90 hasta finales del 91, los ingre-

sos disponibles brutos de las sociedades privadas progresaron en 7,7%, pero las cargas financieras aumentaron en 9,8% y la inversión bruta bajó en 4,9%.

En cuanto al sector doméstico, la recesión financiera se caracteriza por el comportamiento procíclico del ahorro. En una recesión económica estándar, hay un doblegamiento de la demanda efectiva, que es un frenazo a los ingresos del sector doméstico. Estas, recurren a sus reservas financieras para preservar su modo de vida de los efectos de un doblegamiento de los ingresos corrientes, que consideran temporal, lo que conlleva una baja aparente de la tasa de ahorro que es “contracíclica”. En cambio, la recesión financiera se desencadena mediante la baja profunda del precio de los activos, que hace disminuir la relación matemática riqueza/ingresos. Sigue un alza de la tasa de ahorro, lo que a su vez provoca una baja de la actividad económica y de los ingresos. Esta última aumenta el peso de la deuda y de las cargas financieras, lo que refuerza el ajuste de la tasa de ahorro al alza. Por eso, el sector doméstico, así como las empresas, se comportan de manera que mantienen la recesión.

La duración de la recesión financiera

En una recesión estándar, los agentes económicos ven más allá del hueco y poseen los medios financieros para atenuarlo. En una recesión financiera, la incertidumbre es mucho más fuerte. En efecto, esa recesión se desencadena por la percepción de la precariedad financiera. Pero los ajustes antes descritos no hacen más que agravar esa precariedad: los patrimonios sufren de disminuciones de valor y el peso de las deudas aumenta. Entonces, la duración de la recesión se relaciona enteramente con la eliminación de la fragilidad financiera. Pero ello es penoso, porque pasa por la deflación de los precios de los elementos de capital que anteriormente se sostenían con la anticipación de un rendimiento engañoso, indebidamente estimulado por la especulación.

Los activos deben desvalorizarse hasta el punto en que vuelva a ser posible anticipar una apreciación futura de sus precios; por tanto, una recuperación de su rentabilidad, que estimule la vuelta de nuevas inversiones [Pollin, 1992]. Esta fase del ajuste es muy delicada e incierta. Efectivamente, si la deflación es demasiado rápida, las pérdidas de capital son tan severas que las quiebras o suspensiones de pagos se multiplican. La recesión puede transformarse, así, en crisis financiera que entraña daños económicos mucho más importantes. Si, por el contrario, las autoridades intervienen para tratar de bloquear la baja de los precios, el ajuste se contrarresta. En el mercado inmobiliario, por ejemplo, los stocks de los bienes no vendidos no logran disiparse. Los compradores potenciales siguen a la espera, porque no pueden anticipar plusvalías suficientes para prever un rendimiento compatible con el riesgo tomado sobre esa particular categoría de activos.

Sin embargo, los actores cruciales en la duración del ajuste recesivo son las empresas, pues el doblamiento de la rentabilidad se transmite a los elementos del capital productivo acumulado en la fase eufórica anterior. Lo cual implica, necesariamente, la desvalorización de esos elementos de capital (equipos, stocks de productos intermedios, utillaje, etc.) y, por tanto, una baja de los precios industriales, cuya sorprendente amplitud en Francia, de mediados de 1990 a finales de 1993, va del 5 al 20%, según los productos. Dicha baja permite desclasificar el capital ya no rentable y racionalizar la producción. Pero el ajuste es difícil para las empresas y desastroso para el empleo.

En efecto, la caída de los precios industriales, si es profunda y brutal, conlleva cargas financieras abrumadoras para las empresas que venden esos productos. Este crecimiento de las cargas financieras mina sus réditos. Y entonces pueden reaccionar y cubrir sólo sus costos marginales de corto período, para vender “a cualquier precio”. Así transmiten la deflación a los intercambios comerciales entre las empresas.

De lo cual resulta una reducción del horizonte de decisión empresarial que dirige la naturaleza del ajuste en esta fase crucial. Ahí todo contribuye a mantener la recesión: despido del personal, una acelerada descomposición de los equipos, desalmacénamiento, suspensión de pagos. La recuperación depende de la percepción del nivel tope de baja de los precios; y puede facilitarla el apoyo de una demanda exterior al conjunto de las empresas y la importancia del reflujo de las tasas de interés a corto plazo.

Una vez que los precios industriales se deprimen lo suficiente, con el autofinanciamiento llevado a altos niveles y confirmada la anticipación del vuelco de los precios al alza, las empresas pueden lanzarse a la búsqueda de la productividad al reinvertir en las operaciones que presentan a una rentabilidad reestablecida. Pero este ajuste tiene efectos duraderos.

Ciclo de la inversión y acumulación del capital de larga duración

Cuando hay alteraciones en la realización de los programas de inversión que conllevan costos fijos irrecuperables, la inversión es irreversible. El sendero de acumulación del capital depende de su historia pasada: existe una histéresis. Por eso el régimen del crédito en la banca liberalizada, en la medida en que se caracteriza por fuertes fluctuaciones de los precios de los activos y del endeudamiento, entraña una pervivencia de los ajustes recesivos sobre la reserva de capital.

La transformación de los sistemas financieros, en marcha desde hace 20 años, podría tener así una nefasta incidencia sobre el crecimiento tendencial a través de la alteración de los ciclos. El nivel deprimido de la inversión durante la fase de deflación de los precios de los activos podría perpetuarse, una vez que los mercados financieros se estabilizan y que se sanean las situaciones financieras.

Cuando la información disponible en el momento de la decisión de invertir no permite calcular los elementos de la decisión óptima, las empresas no se reducen a aceptar un proyecto, o

a renunciar. Tienen la opción de esperar. Una empresa que espera prevé que tendrá informaciones suplementarias que influirán sobre las condiciones de sus elecciones. Pero no puede anticipar, desde hoy, lo que serán esas informaciones. Por eso la decisión de invertir es una apuesta incierta. También por eso, como Keynes afirmaba, la inversión de las empresas está tan influenciada por el clima de negocios, es decir, por un valor subjetivo atribuido a la opción de esperar, que la comunidad de empresarios comparte.

Para explicar teóricamente esta hipótesis, es conveniente seguir con Keynes: en la banca liberalizada, el clima de negocios depende de las anticipaciones formadas en los mercados financieros y reflejadas en los precios de los activos. No pretendemos que ese clima se pueda representar directamente con un índice de precios en un mercado particular. Basta con que sea una opinión colectiva de los empresarios en cuanto a su grado de confianza en el porvenir, influida por las anticipaciones expresadas en los mercados financieros.

Llamemos X al indicador subjetivo del clima de negocios y K a un índice de la reserva de capital productivo de que disponen las empresas. Una relación $X(K)$ creciente indica cuánto han decidido aumentar su reserva de capital las empresas, cuando el clima de negocios alcanza un cierto grado de optimismo. Se puede formalizar entonces el procedimiento de decisión de las empresas de la siguiente manera.

- Una primera relación describe la curva de la acumulación del capital (KK). Se le da una forma funcional simple:

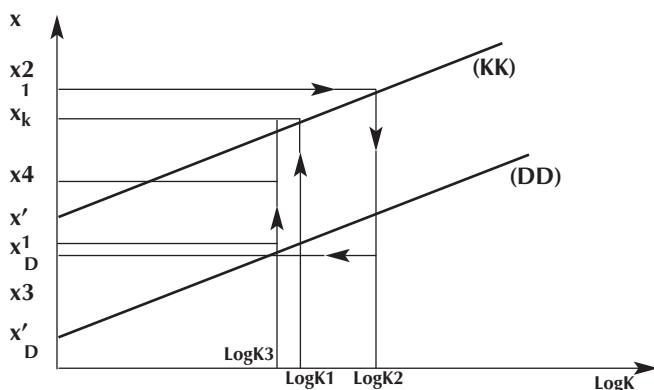
$$X = \gamma \text{Log}K + X_K^0$$

- Una segunda relación representa la curva de los ajustes recesivos descritos antes bajo el efecto de las restricciones financieras y de la deflación de los precios de activos (descomposición de equipos, disminuciones de valor sobre las ventas, cierre de establecimientos...). Esta curva de la desvalorización del capital (DD) tiene esta ecuación:

$$X = \gamma \text{Log}K + X_D^0$$

La figura siguiente describe estas curvas. La superficie entre ellas es el corredor de incertidumbre donde las empresas eligen esperar.

DECISIONES DE LAS EMPRESAS SOBRE EL CAPITAL SUJETO A INCERTIDUMBRE



Supongamos un estado económico donde el capital es K_1 . Los dos límites correspondientes del corredor de incertidumbre son X_D^1 y X_K^1 . En tanto el clima de negocios se encuentre entre esos límites, las empresas esperan la confirmación de una evolución de la coyuntura en un sentido o en otro. Se contentan con renovar el stock de capital existente. Lo cual no impide un cierto crecimiento, porque la renovación moderniza el capital y aumenta su productividad.

Cuando el clima se vuelve más optimista (por encima de X_K^1) y alcanza X_2 , por ejemplo, las empresas aceptan proyectos de inversión en espera. La inversión neta aumenta el stock de capital hasta K_2 . Si, tras una fase eufórica, el trastocamiento de los precios de activos y los ajustes financieros inducidos llevan al clima de negocios a un profundo pesimismo, se presenta en X_3 una desvalorización del capital. Si es muy fuerte, el capital puede hasta caer a un nivel $K_3 < K_1$. Sin embargo, cuando los mercados financieros se estabilizan y el clima de negocios mejora hasta un nivel X_D , la inversión neta no responde automáticamente. Si la

mejora del clima de negocios es moderada, las empresas siguen a la espera y racionalizan la organización de su producción. La economía se instala sobre un equilibrio de baja presión, donde el crecimiento sólo depende de la progresión de la productividad.

Se puede inferir, entonces, que la influencia dominante, desde hace tiempo, de los precios de activos volátiles sobre las decisiones económicas de las empresas amplió el corredor de incertidumbre. Más fluctuaciones financieras aumentan las dificultades que se dan para que las economías vuelvan a seguir trayectorias de acumulación sostenida del capital. Todo lo cual sólo es cierto si los bancos son capaces de ser alternativas eficaces a los mercados, porque ellos mismos están sujetos a las opiniones colectivas de que están conformados.

3. Dinámicas cíclicas en la banca liberalizada: las incidencias de las restricciones bancarias

Para comprender las interacciones dinámicas entre banca y economía, que se vinculan con las fluctuaciones de los precios de los activos, en las explicaciones precedentes, el crédito ha jugado un papel de transmisión (esencial aunque pasivo). El crédito proporciona una palanca sin la cual no tendría lugar la amplificación de las alzas. El endeudamiento acumulado implica una restricción financiera, sin la cual los agentes no financieros tendrían la libertad de acción de moderar la recesión. Vamos ahora a interrogarnos sobre el papel de los bancos en los ajustes financieros recesivos, sin olvidar el esfuerzo de los agentes no financieros para desendeudarse.

La influencia de los ajustes bancarios sobre la oferta de crédito en la economía

En los sistemas financieros donde la gran mayoría de los prestamistas depende del crédito bancario para un financiamiento externo, se pueden encontrar situaciones donde los mejores prestamistas no pueden encontrar los montos de crédito

que desean. Este caso no se relaciona necesariamente con la ausencia pura y simple de los mercados, sino que es el resultado en general de los muy altos costos que encuentran los prestamistas para establecer la información en las muy exigentes normas que se requieren para cotizar en los mercados y tener el derecho de emitir bonos en ellos [Pindyck, 1990]. Si falta el crédito bancario, esos prestamistas no encuentran un financiamiento externo de sustitución. Deben replegarse sobre el autofinanciamiento, cuya tasa aumenta por carencia de los bancos. Es el *crédito crunch*, que se ejerce directamente mediante disponibilidad insuficiente de la oferta de crédito [Bernanke y Lown, 1992].

El vínculo entre la baja de los precios de los activos en los mercados financieros y la restricción de la oferta de crédito a través del comportamiento de los bancos se debe, así, al incremento directo de la fragilidad de los balances bancarios. La baja de los precios reduce fuertemente el valor de los elementos patrimoniales garantes de los préstamos, lo que deteriora la calidad de los créditos que los bancos tienen en cartera. Incluso si los bancos tienen una ventaja informativa gracias a sus relaciones privilegiadas con los prestamistas, siguen sin poder evaluar el grado exacto de vulnerabilidad en el riesgo que sufre cada prestamista individualmente, por el hecho de la baja de los activos. Como no son capaces de discriminar finamente entre los prestamistas, los bancos prefieren un racionamiento general del volumen del crédito a un incremento indiferenciado de las tasas de interés deudoras, que podrían precipitar el incumplimiento y que sus prestamistas brillaran por su ausencia. Así pues, la inestabilidad de los mercados financieros conlleva un deterioro de la capacidad de los bancos para controlar la calidad del crédito.

La fragilidad financiera tiene una incidencia macroeconómica de los dos lados de la relación crediticia, porque no sólo implica una redistribución de riqueza entre acreedores y deudores. El riesgo de incumplimiento disminuye el valor económico de las deudas cuando aumenta. Pero las obligaciones de los deudores respecto a sus acreedores dependen del valor contractual

original de sus deudas, no de su valor económico depreciado. Esta desvalorización económica no mejora la situación financiera de los prestamistas, pero reduce la riqueza neta de los bancos, a medida que aumenta la probabilidad de incumplimiento de los prestamistas. La calidad deteriorada del merecimiento de préstamos pasados deteriora la cotización de los bancos con la baja de su riqueza neta. Como los bancos son, a la vez, prestadores y prestamistas, ellos mismos tienen dificultades para alimentar nuevos créditos. Por eso, las dudas sobre la solvencia del merecimiento de deudas *pasadas* pueden repercutir desfavorablemente en la reticencia de los bancos a otorgar *nuevos* créditos, incluso si se dirigen a los prestamistas sin un fuerte endeudamiento anterior. De alguna manera, en la relación crediticia, “pagan justos por pecadores”. Las imprudencias cometidas durante la euforia pasada empuñan la legítima oferta de crédito para el presente y el futuro próximo, porque los bancos están limitados por un exceso de prudencia.

Se deduce de ello que el esfuerzo de los bancos para restaurar la robustez de sus balances tiene efectos macroeconómicos que superan de largo las consecuencias mecánicas sobre su clientela cautiva. Debido a que los bancos forman un sistema que proporciona el servicio de liquidez a toda la economía, la totalidad de los mercados de crédito se perturba cuando la eficacia de ese servicio se deteriora. Cuanto más agudas sean las necesidades de liquidez no satisfechas, más imperfectos se vuelven los mercados de crédito [Friedman y Kuttner, 1992]. No pueden ser sustitutos del crédito bancario. Éste es especialmente el caso de los mercados de billetes del total de los capitales líquidos, cuya liquidez la garantizan líneas de crédito bancario. Como en 1970 dejó ver un célebre episodio ocurrido en Estados Unidos (la quiebra de la Penn Central), el mercado de los billetes del total de los capitales líquidos se enfrentó a un hundimiento total por la quiebra de un solo prestamista. Sin embargo, en una situación normal, este mercado puede atraer bastantes ofertas no bancarias para crear su propia liquidez. Pero cuando falta la confianza, la

duda sobre la capacidad o la voluntad de los bancos para apoyarlo basta para paralizarlo. En el episodio aludido, el Banco Central tuvo que intervenir espectacularmente para superar la reticencia de los bancos comerciales en garantizar la liquidez del mercado.

Por tanto, apenas hay duda de que las restricciones que sufren los bancos acentuaron la recesión bancaria. La severidad de ésta fue tanto mayor cuanto más pronunciada fue la fragilidad de los bancos. Los dos aspectos se refuerzan recíprocamente en una causalidad circular, donde ninguno de los dos es exógeno.

V / El riesgo de sistema y los medios para prevenirlo

La seguridad de los sistemas financieros y la prevención del riesgo sistémico constituyen una preocupación principal de los bancos centrales. La vulnerabilidad en riesgo de sistema depende de la evolución de las estructuras financieras. La globalización financiera ha conllevado accidentes diferentes y recurrentes desde hace un cuarto de siglo.

Se han experimentado crisis de mercado que ilustran la inestabilidad de las dinámicas de precios en los mercados financieros y las faltas de liquidez que pueden revelarse brutalmente en ellos. Esas crisis fueron, por ejemplo, la del mercado de los billetes de tesorería (*commercial paper*) en 1970 en Estados Unidos, y la de las 'obligaciones de pacotilla' (*junk bonds*) en 1989 en los mercados de deudas. Las crisis más violentas se producen en los mercados de los activos patrimoniales: las bolsas en 1987 y 1989, el mercado inmobiliario de varios países a principios de los años '90. Estos distintos episodios evidencian fuentes de riesgo, con el potencial de propagarse al conjunto de los sistemas financieros: los brutales y no anticipados incrementos de tasas de interés, las bajas repentinas de precios de los activos, los agotamientos de la liquidez en los mercados limitados.

También pudieron observarse crisis bancarias que propagan comportamientos de desconfianza respecto a un número indeterminado de bancos y que pueden suscitar pánico. Hubo crisis bancarias extendidas en los años '70 en el Reino Unido (bancos secundarios), en los años '80, en dos ocasiones, en Estados Unidos (cajas de ahorro) y en los tres países nórdicos (bancos comerciales). Hubo crisis más puntuales, pero que golpearon

a grandes establecimientos: por ejemplo, el banco alemán Herstatt (1974), la Continental Illinois en Estados Unidos (1984), la BCCI, cuyos accionistas mayoritarios estaban en los Emiratos Árabes y cuyo centro de operaciones estaba en Londres (1991), el Crédit Lyonnais en Francia (1993). Tampoco debería olvidarse la crisis de la deuda del Tercer Mundo, que se desató en agosto de 1982. Aunque las autoridades hubieran podido evitar esas catástrofes monetarias, dichas crisis bancarias aumentaron el costo de la intermediación financiera al crear un clima de incertidumbre que deteriora la calidad de la información que los sistemas financieros procesan.

Finalmente, se presentó la amenaza en la forma más seria en que puede acontecer, la crisis de pagos, directamente después de una paralización interna de un sistema central (el Banco de New York, en 1985) o en repercusión de una crisis bancaria (el contragolpe de la quiebra del Banco Herstatt sobre los pagos internacionales en dólares, en 1974).

Estos fenómenos plantean serios problemas porque sus incidencias globales amenazan a la economía. Las quiebras bancarias o las crisis de mercado pueden acentuar o prolongar una recesión. Incluso pueden hacer que el clima de negocios se vuelva persistentemente pesimista, que los agentes económicos estén siempre a la espera y prevenir un marasmo después de la recesión. En pocas palabras, la economía puede deprimirse por las repercusiones de los acontecimientos locales. En este sentido, podemos hablar de riesgo de sistema.

La primera tarea es, por tanto, comprender estas repercusiones, identificar lo que es el riesgo de sistema, aprehender las razones del fracaso de los ajustes usuales. La segunda es descubrir si ciertas estructuras financieras son más vulnerables que otras al riesgo de sistema, así como evocar las políticas prudentiales que las autoridades pueden poner en obra para prevenir el riesgo de sistema.

1. Riesgo de sistema y crisis financieras

En el estudio de las situaciones históricas, la ambigüedad conduce a controversias sobre las crisis financieras: ¿se trata de verdaderas crisis financieras por la virulencia de su propagación o de seudocrisis financieras que siguen estando, ellas mismas, contenidas en el campo donde han estallado? Los autores monetaristas adoptan una definición muy restrictiva y no reconocen una verdadera crisis financiera y en tanto que no exista pánico bancario [Schwartz, 1986]. Los historiadores de la economía, por el contrario, tienden a tener una opinión muy extensiva de la cuestión. Pero no ofrecen una teoría rigurosa del fenómeno [Kindleberger, 1978]. Los puntos de vista sobre este problema están lejos de ser académicos, porque condicionan la amplitud de la responsabilidad y las formas de la acción de las autoridades respecto al riesgo de sistema. ¿Hay que anunciar las condiciones de la intervención pública según una doctrina claramente explicada, o es mejor actuar caso por caso y quedarse en una ambigüedad que algunos consideran constructiva?

La definición del riesgo de sistema

Aunque el riesgo de sistema concierne a un gran número, y hasta al conjunto de los agentes económicos, no es una yuxtaposición de riesgos individuales e independientes. Es una relación particular entre los comportamientos microeconómicos y de los estados macroeconómicos que resultan de la interacción de estos comportamientos. También definiremos el riesgo de sistema como sigue: *es la eventualidad de que aparezcan estados económicos en los cuales las respuestas racionales de los agentes individuales a los riesgos que perciben, lejos de conducir a una mejor repartición de los riesgos por diversificación, llevan a aumentar la inseguridad general* [Aglietta y Moutot, 1993].

Esta definición contiene hipótesis con implicaciones considerables. Subraya que las estructuras financieras no son neutras.

Influyen en la esfera de los posibles equilibrios macroeconómicos.

Los estados macroeconómicos en los cuales se presenta el riesgo de sistema pueden declararse *anormales* por tres razones:

- Por los graves disfuncionamientos en la distribución de los recursos que vuelven muy ineficientes a esos estados económicos.
- Por las lógicas económicas que comportan. Esos estados son los resultados involuntarios de comportamientos individuales de gestión de los riesgos, dadas las informaciones que proporcionan los mercados. De manera general, el riesgo de sistema no proviene de la irracionalidad de los agentes, sino de las faltas de coordinación de los mercados.
- Por la espontánea perpetuación de las situaciones anormales. Aunque todos los agentes sufren pérdidas de bienestar, las faltas de coordinación impiden a los agentes individuales reconocer el efecto de sus acciones sobre los demás. Por tanto, esos agentes no tienen interés en adoptar los comportamientos que, si fueran generales, permitirían regresar a la esfera de los equilibrios anormales.

Las fuentes del riesgo de sistema

Estos caracteres del riesgo de sistema son el resultado de que los riesgos que sufren los agentes no son exógenos, ni por tanto, independientes de la percepción de sus acciones mutuas. La no separabilidad de los riesgos hace fracasar el principio del aseguramiento privado mediante la diversificación de los riesgos. Por eso, se requiere la acción pública para ofrecer a la sociedad en su conjunto un aseguramiento colectivo contra el riesgo de sistema.

Una hipótesis microeconómica para unificar el conjunto de los fenómenos agrupados bajo la denominación del riesgo de sistema es la asimetría de información [Mishkin, 1994]. Este concepto ya se utilizó en los capítulos anteriores, porque permi-

te analizar los problemas de coordinación de las relaciones financieras.

El crédito es una relación que está sometida, por naturaleza, a la información asimétrica. Al no ser el objeto de la transacción un valor real disponible, sino una promesa, una de las contrapartes no conoce lo suficientemente bien las características de la otra como para tomar las decisiones adecuadas. Esta asimetría se manifiesta antes y después de la transacción en forma de fracaso de la coordinación mercantil.

Antes, de una incapacidad para discriminar a los potenciales deudores debido a una incorrecta evaluación de los riesgos, resulta la *antiselección* de los prestamistas por parte de los prestadores. El precio expresa la calidad media de una categoría de deudores, porque los prestadores no poseen toda la información que permitiría reflejar toda la estructura de los riesgos en los precios de los créditos. Esto desestimula a los buenos prestamistas, que pagan demasiado caro el crédito en relación con las condiciones que obtendrían si pudiesen comunicar la excelencia de su solvencia. Lo cual favorece, en cambio, a los malos prestamistas.

Tras la transacción, el *riesgo moral* se desprende de los márgenes de maniobra del prestatario en el uso de los fondos puestos a su disposición. El prestatario puede tener interés en comprometerse en operaciones beneficiosas para él, pero nefastas para el prestamista. Efectivamente, una vez que se concede el préstamo, las condiciones contractuales se fijan para determinar la remuneración del prestamista si el crédito es ejecutante. Cualquier uso de los fondos que reporte un rendimiento superior al servicio de la deuda beneficia enteramente al prestatario. Pero la búsqueda de altos rendimientos aumenta el riesgo del crédito; por tanto también la probabilidad de incumplimiento del prestatario que perjudica al prestamista. Existen, entonces, situaciones en las cuales la incapacidad de los prestamistas para ejercer una vigilancia eficaz de la utilización de los fondos incita a los prestatarios a tener comportamientos que aumentan la proporción de los préstamos no ejecutantes.

Las faltas de coordinación que llevan al riesgo de sistema son disfuncionamientos en los sistemas financieros que agravan las asimetrías de información y conllevan externalidades que suscitan la fragilidad financiera por antiselección (selección de los malos prestatarios) y riesgo moral (incitación a que los prestamistas tomen más riesgos). ¿Por qué aumenta la liberalización financiera un riesgo de sistema tal? Se puede responder a esta pregunta al recalcar que el endurecimiento de la competencia puede reducir la eficacia económica en lugar de aumentarla, al volver destructiva a la competencia.

En la esfera crediticia, los prestamistas deben mejorar su conocimiento de los prestatarios para reducir las faltas de coordinación. Hace falta, por tanto, que los prestamistas adquieran informaciones privadas sobre los prestatarios y ejerzan una vigilancia (*monitoring*) de la utilización de los fondos. Estas informaciones adicionales tienen costos elevados que la competencia no incita a asumir. Implican relaciones continuas (privilegiadas, si no exclusivas) entre prestatarios y prestamistas, que la competencia de estos últimos puede incitar a los primeros a denunciar. Por tanto, la competencia de los prestamistas puede conllevar la subevaluación de los riesgos al privilegiar el volumen de crédito sobre la calidad. Esta actitud por la cual los prestamistas renuncian a invertir recursos adecuados en el conocimiento privado de los riesgos, se conoce con el nombre de 'miopía intrínseca'. Dicho comportamiento suscita una vulnerabilidad de las instituciones financieras frente a la incertidumbre [Guttentag y Herring, 1986].

En una fase de expansión donde el clima de negocios es optimista, en cuanto que existe un alza del precio de los activos, la competencia provoca una expansión crediticia asociada a un deterioro de su calidad por la subevaluación colectiva de los riesgos. Los casos del endeudamiento del Tercer Mundo, a finales de los años '70, y del mercado inmobiliario a finales de los '80, ilustran espectacularmente la hipótesis de miopía intrínseca. Los bancos percibieron que esos mercados eran rentables al ver que

sus competidores se precipitaban sobre ellos para ganar cuotas de mercado. La competencia exacerbada debilitó la sensibilidad de todos los bancos, a riesgo de los prestatarios. El apareamiento de la asimetría informativa en los fundamentos microeconómicos del crédito y de la intensificación de la competencia bajo el efecto de la liberalización financiera conllevó el desarrollo endógeno de la fragilidad financiera.

Llegado este punto, se plantea la cuestión de las condiciones particulares y de los encadenamientos dinámicos que transforman la fragilidad financiera latente en crisis abiertas en los mercados de activos y en los sistemas bancarios. Estas crisis estallan de manera localizada, pero tienen una fuerza de propagación que debe neutralizarse mediante dispositivos prudenciales apropiados.

Las crisis en los mercados de acciones

Hay una auténtica crisis financiera cuando un caso fortuito localizado puede propagarse al conjunto del sistema financiero, debido a las externalidades inherentes a la presencia del riesgo de sistema. Se puede opinar, de acuerdo con los monetaristas, que el proceso de propagación por excelencia es la falta de liquidez. Pero se impone un categórico desacuerdo respecto a su afirmación de que la falta de liquidez sólo se puede generalizar mediante los pánicos bancarios. Hay crisis de liquidez de mercado cuyo poder devastador es igualmente grande. Por tanto, no es verosímil que una banca de mercado, que permite que los agentes económicos gestionen el conjunto de sus capitales líquidos en forma de bonos, sería más estable que un régimen bancario de finanzas que ofrece la liquidez en forma de depósitos a la vista.

El desastre financiero bursátil de octubre de 1987 es un ejemplo famoso de una crisis de mercado con un poder de repercusión global y que, por lo demás, debió ser puesto a raya por una masiva intervención de los bancos centrales. El mayor peligro de este episodio no fue el hundimiento de los precios del 19

de octubre, a pesar de las pérdidas de capital que hubo, sino la evaporación de la liquidez del 20 de octubre, que amenazó con paralizar la compensación y el reglamento en los mercados de acciones y en los mercados derivados asociados de Estados Unidos [Brimmer, 1989].

El anuncio de ese desastre fue una debilidad bursátil durante septiembre y las dos primeras semanas de octubre, debido a la inquietud que provocó el incremento de las tasas de interés obligatorias. El índice Dow Jones había perdido un 17,5% desde el pico alcanzado en el período del 25 de agosto al 16 de octubre de 1987. El lunes negro 19 de octubre, el mercado se hundió en 22,6% bajo una avalancha de órdenes de venta que alcanzaron un volumen de transacciones nunca antes visto, más de 600 millones de bonos. Para mantener el mercado bursátil y el mercado asociado de los bonos a plazo en índices bursátiles en estados de funcionamiento, las casas de valores o bonos, que operan en calidad de tenedoras de mercado, debían adelantar montos de crédito gigantescos para las apelaciones de margen (tiempo) de sus clientes (es decir, para que esos clientes pudieran volver a constituir los depósitos de garantía indispensables en el funcionamiento de los mercados a plazo). Sólo dos compañías, Kidder Peabody y Goldman Sachs, adelantaron 1.500 millones de dólares desde la hora de apertura, a mediodía del 20 de octubre. Esos tenedores de mercado eran los eslabones flojos, que tenían su propia necesidad inmediata de enormes montos de liquidez para financiar las contrapartes de las órdenes de venta, de suerte que se encontrase un precio de piso tope donde pudiera materializarse una corriente compradora. Pero la fragilidad financiera de esas compañías inquietaba a los bancos; esas empresas tenían poco interés en proporcionar a las casas de valores la indispensable liquidez para que los mercados siguieran existiendo. Era de temer que la quiebra de esas empresas destruyese la totalidad de los sistemas de reglamento de los bonos y paralizase el sistema de los pagos interbancarios, debido a las interconexiones de la red.

Gerald Corrigan, presidente de la Fed (la Reserva Federal de Estados Unidos) Federal Reserve Bank de Nueva York, en estrecha relación con Wall Street, alertó a Alan Greenspan, el presidente del sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, antes de la apertura de los mercados. Éste difundió un comunicado en el que se anunciaba que la Fed estaba dispuesta a ofrecer la liquidez necesaria para mantener el sistema financiero. Al mismo tiempo, la Fed, estimuló a los grandes bancos del lugar a prestar ilimitadamente a las casas de valores, y les garantizó que accederían a los descuentos. Esa intervención de último recurso evitó la parálisis de los mercados e inició la consiguiente recuperación de la Bolsa de Nueva York, con el índice Dow Jones al alza en 5% al cerrar la sesión del 20 de octubre. Esa intervención tranquilizó a los bancos, que prestaron en total 7.700 millones de dólares a los tenedores de mercado los días 20 y 21 de octubre de 1987.

Las crisis en los mercados de deudas

Las crisis de mercado no sólo afectan a la Bolsa. Los mercados de bonos representativos de créditos son así mismo vulnerables a ellas. Un mercado de liquidez muy importante en Estados Unidos es el mercado de documentos comerciales (billetes de tesorería), donde las grandes empresas con un nombre reconocido emiten deudas negociables a corto plazo. Los bancos respaldan esos documentos, en su papel de tenedores de mercado que conceden líneas de crédito, financiadas por certificados de depósito. En lugar del crédito bancario tradicional a corto plazo, un mercado al por mayor abastece a la liquidez, y se organiza en varios segmentos interconectados y arbitrados por los bancos comerciales. Debido a las restricciones reglamentarias, los bancos no podían emitir ellos mismos documentos comerciales. Crearon filiales (*holdings* bancarios) para tener acceso a ese mercado como prestatarios. Por tanto, se encuentran a ambos lados del mercado, lo que los vuelve directamente vulnerables a un deterioro general de la calidad de los bonos, consiguiente a la quie-

bra de un emisor importante, sobre todo en los períodos de tensión de la política monetaria.

Un período así llegó en el otoño de 1969. El alza brutal de las tasas de interés monetarias se reflejó en la tasa de los documentos comerciales. Los emisores debieron renovarlos a un costo sensiblemente más alto. Incapaz de soportar el crecimiento inducido de las cargas financieras, la compañía ferroviaria Penn Central quebró en junio de 1970, lo que conllevó su incumplimiento en una deuda de 200 millones de dólares de billetes de tesorería. La propagación de la crisis al conjunto del mercado fue instantánea. Los compradores habituales de esos bonos buscaron salirse de ellos, a causa de su incertidumbre sobre la estimación del riesgo de crédito. Las nuevas emisiones disminuyeron de forma drástica. Las empresas se volvieron incapaces de renovar sus méritos para acceder a los préstamos en ese mercado, y se volvieron hacia el crédito bancario. Entonces aumentó brutalmente el conjunto de las tasas en los mercados de liquidez. Las autoridades reaccionaron prontamente: suavizaron las condiciones en las que los bancos podían emitir certificados de depósito e hicieron saber que la puerta del descuento se abría a todos los bancos que tuvieran necesidad de reservas para prestar a las empresas.

Las crisis en los mercados de deudas no se limitan a Estados Unidos ni a episodios pasados. El hundimiento del mercado de las 'obligaciones de pacotilla' en 1989; la fulgurante crisis de los documentos comerciales en Suecia en 1990, tras el vuelco del mercado inmobiliario, y la sequía del mercado de obligaciones en Ecus, en 1992, son ejemplos de la forma en la cual riesgos de crédito o de volatilidad de los precios pueden transformarse en riesgo de liquidez. Este es, por excelencia, la externalidad que puede propagar un acontecimiento fortuito, localizado en una crisis financiera más o menos extendida.

Así, pues, las innovaciones financieras que crean continuamente nuevos mercados no necesariamente vuelven más robustos a los sistemas financieros. Permiten, ciertamente, que los

usuarios diversifiquen mejor sus riesgos. Pero no hay que olvidar nunca la contraparte de ese servicio: deben existir tenedores de mercado que puedan vincularse con las variaciones de flujo que resultan de las redistribuciones de cartera de los usuarios finales, al asegurar la liquidez en cualquier circunstancia. Pero la multiplicación de los instrumentos de gestión de los riesgos intensifica la interconexión de segmentos de mercados, algunos muy limitados, poco conocidos, provistos de una pequeñísima cantidad de tenedores de mercado. Al multiplicar los instrumentos de gestión de los riesgos, y el apogeo de los mercados de bonos también multiplica los eslabones flojos dentro del mercado al por mayor de la liquidez. La propagación proviene del comportamiento de los tenedores de mercado sobre los segmentos limitados en circunstancias en las que no pueden cubrir las posiciones que resultan de su función sobre esos mismos segmentos (por ejemplo, opciones de cambio o *swaps* de largo vencimiento en los mercados, por las buenas). Todos, en el mismo sentido, deben entonces referirse a otros segmentos (mercados organizados y mercados de bonos subyacentes a los productos derivados), al crear en ellos perturbaciones cuya intensidad depende del grado de liquidez en esos otros segmentos.

El aseguramiento de la liquidez que ofrecen los mercados de bonos no se presenta en la misma forma que la de los bancos, sino que resulta de la facultad de vender en cualquier momento bonos o contratos antes de su vencimiento, para diversificar mejor los riesgos. Un mercado líquido es un mercado donde los potenciales adquirentes de los instrumentos en venta consideran que los precios de los bonos son poco sensibles a las ventas marginales, que resultan de las demandas de conversión en fondos líquidos inmediatos. En esos mercados líquidos, los acreedores aceptan conservar en posesión los bonos porque piensan poder hacer anticipaciones de información sobre las futuras variaciones de los precios. A los deudores les atraen los costos más bajos que en los mercados menos líquidos para una duración dada de préstamo.

Está, entonces, muy claro que algunos mercados pueden ser deficientes en asegurar la liquidez. Si bien los tenedores de mercado temen pérdidas de capital elevadas e incumplimiento sobre sus propias deudas, se niegan a constituirse en contraparte de una corriente vendedora. Se comportan así en situaciones de incertidumbre macroeconómica, que alteran un mercado particular de la liquidez, porque el nuevo precio de equilibrio se desconoce. No se lo puede anticipar con suficiente confianza. La incertidumbre es tan densa que impide el cálculo cuando los tenedores de mercado ya no pueden hacer probables las futuras eventualidades de las evoluciones de precios; por tanto, ya no pueden adoptar racionalmente posiciones opuestas a las del conjunto de los otros operadores.

Las asimetrías informativas en el mercado son razones que se añaden a la incertidumbre global. En estos segmentos limitados, los precios pueden manipularse. Aunque los tenedores de mercado dudan en tratar con las contrapartes que poseen informaciones privadas, toman primas de riesgo elevadas para intentar compensar las pérdidas sobre transacciones que pueden manipularse. Esta ampliación de las primas pueden entonces desestimular a los que aportan liquidez para diversificar normalmente sus riesgos. Se produce una antiselección y el mercado puede paralizarse. En todo caso, el deterioro de la liquidez de los bonos en el mercado secundario aumenta fuertemente el costo del financiamiento en el mercado primario [Davis, 1992].

Las crisis bancarias y la economía en la Gran Depresión

Las quiebras bancarias en cadena son históricamente los episodios de crisis financieras que más conmueven la memoria. En la Gran Depresión de 1930-1933 en Estados Unidos, se pudo demostrar econométricamente que las olas de quiebras bancarias profundizaban la crisis financiera y la recesión económica por canales, que estaban lejos de limitarse a la destrucción de las reservas y de la cantidad global de moneda; precisamente es-

to es lo que los autores monetaristas únicamente consideran [Bernanke, 1983].

Hay una estrecha correlación entre las olas de quiebras bancarias y la deflación macroeconómica. La primera ola de quiebras (en noviembre y diciembre de 1930) aniquiló la estabilización iniciada en la primavera de 1930, que daba la esperanza de que la economía estaba recuperándose del desastre financiero de octubre de 1929. El segundo episodio de pánico, que comenzó en junio de 1931 y alcanzó su clímax de agosto a octubre, como rebote de las crisis bancarias de Europa Central a partir de mayo, cambió el carácter de la recesión al provocar un brutal hundimiento de la producción industrial de 15%. La tercera ola volvió a empezar desde octubre de 1932, tras la ilusión de una nueva estabilización, y se completó en marzo de 1933, al llegar al punto más bajo de la depresión, con el cierre total de todos los bancos (*Bank Holiday*). La producción industrial había bajado en un 50% desde su cima de septiembre de 1929.

El efecto principal de estas crisis bancarias recurrentes fue desorganizar la intermediación financiera. La función primordial de los bancos, que es buscar la información sobre los deudores, se hizo casi imposible. El costo real de la intermediación financiera aumentó desmesuradamente con la asimetría de información. El estrangulamiento del crédito resultante fue decisivo para convertir una severa recesión en una depresión catastrófica.

El papel crítico de los bancos en el riesgo de sistema

Los pánicos bancarios pueden provenir de tres fuentes: la demanda contagiosa de conversión de depósitos en especies, las fallas de reglamento en los pagos interbancarios y el deterioro de la calidad de los créditos bancarios por flaquezas de sus deudores. La incertidumbre macroeconómica juega un papel tan importante como en las crisis de liquidez de los mercados, cuando actúa sobre estructuras de balance ya frágiles. El valor neto de los bancos se vuelve entonces dependiente de variables que ellos no controlan (la tasa de interés del mercado monetario, el precio de

los activos), de suerte que los acreedores de los bancos se vuelven incapaces de distinguir a los bancos sanos de los bancos virtualmente insolventes.

En razón de la posición central del sistema bancario en una economía monetaria, los fenómenos de contagio son particularmente devastadores cuando sus víctimas son los bancos. Hay varios motivos para hacer de los bancos los vectores de transmisión de las externalidades que constituyen la dinámica del riesgo de sistema.

Primero, cuando un banco sufre un *shock*, lo contagia a otros, en lugar de implicar un ajuste reequilibrador, porque los bancos tienen un monto alto de deudas a la vista pagaderas a precio fijo. También pasa que estos contagios se producen más rápido que entre cualquier otro conjunto de agentes económicos. Y son más extensos, porque las asimetrías de información son particularmente importantes entre los acreedores bancarios. Un gran número de pequeños depositantes no tiene los medios ni el interés para evaluar a los bancos, dados los costos de la búsqueda de información. Como los bancos forman un sistema que ofrece colectivamente el servicio de la liquidez, los depositantes tienden a percibirlos como un conjunto homogéneo, tanto más que su salud financiera puede deteriorarse globalmente en función de las situaciones macroeconómicas. Esta percepción se refuerza legítimamente con la amplitud de los contratos interbancarios cruzados, a través de las relaciones de corresponsales y por la interconexión estructural de los bancos en los sistemas de pagos. El peligro máximo es, entonces, el de un contagio generalizado, en lugar de limitado a una parte del sistema bancario, un contagio que destruye el monto agregado de los depósitos más que distribuirlos.

Segundo, los bancos están mucho menos capitalizados que otras instituciones financieras. Cuando se producen *shocks* macroeconómicos, la mayor fragilidad de los bancos se traduce en una gran probabilidad de que los *shocks* recesivos entrañen valores netos negativos en el balance. Las pérdidas probables sobre-

pasan el capital movilizable, y son también los depositantes, no sólo los accionistas, los afectados. Por eso, los contagios bancarios conllevan repercusiones que van más allá de los bancos mismos y llegan a toda la economía.

Sin embargo, no es cierto que el sistema financiero se volvería más estable si los medios de pago, en lugar de provenir de los bancos, consistieran en instrumentos de mercado. Es errado pretender que la proliferación de los OPCVM (SICAV, fondos comunes de inversión de capital ...) a expensas de los depósitos bancarios no negociables, suprima el riesgo de contagio. Las participaciones de OPCVM no tienen ciertamente un valor nominal garantizado que defender cuando sus tenedores quieren liquidarlas. Se supone que siempre se puede encontrar un precio de liquidación que suscite una contraparte frente a las ofertas de venta. Pero como los compradores de esas participaciones monetarias las consideran como casi-medios de pago más que como inversiones financieras de capital, esperan una garantía implícita sobre su valor. Y dado que los compradores de dichas participaciones no tienen más capacidad para evaluar la situación financiera de esos fondos que la que tienen los depositantes para evaluar a los bancos, se pueden producir los mismos fenómenos de huida contagiosa. En efecto, está fuera de cuestión que los agentes económicos puedan tolerar una fuerte incertidumbre sobre el valor nominal de sus medios de pago. Por tanto, las crisis de liquidez de mercado antes analizadas son una amenaza para estos instrumentos. En tanto que la reglamentación o regulación para invertir el 100% de las participaciones de activos seguros de mercado (por ejemplo, bonos del Tesoro) no ponga restricciones sobre los gerentes de esos fondos, no habrá jamás la certeza de que su liquidación inmediata sea posible a un precio previsible bajo la presión de una corriente vendedora polarizada.

La fragilidad de los bancos en los años '80

La concentración de los préstamos sobre los mismos tipos de crédito, la subevaluación de los riesgos de esos créditos a causa de la ilusión de seguridad provocada por la apreciación de los precios de mercado de los activos reales financiados por esos créditos y la exposición de los bancos a las variaciones de las tasas de interés a corto plazo fueron las causas principales de los desastres bancarios de los años '80 [Barker y Holdsworth, 1993]. Además, algunos estudios de casos fundados en los informes de las agencias de supervisión bancaria demostraron que los fraudes y los errores de gestión, en el clima optimista de la apreciación de los precios de activos y de la liquidez abundante, a menudo eran las causas inmediatas de accidentes individuales a partir de los cuales las asimetrías informativas sembraban dudas sobre la calidad de los balances bancarios.

En Estados Unidos, los bancos experimentaron signos de dificultad desde 1987. El monto de los créditos dudosos se volvió inquietante debido a la subida de las tasas de interés a corto plazo en 1989. Los bancos reaccionaron y aumentaron sus provisiones y se volvieron más estrictos en la apertura de los créditos nuevos desde mediados de 1989, es decir, un año antes del pico del ciclo económico. La reestructuración de sus balances duró dos años y medio y tuvo una fuerte ayuda de las autoridades públicas.

En Japón, hubo un estrecho vínculo entre la fragilidad financiera de los bancos y las fluctuaciones de los precios de los activos. La caída del índice bursátil alcanzó el 60% entre el otoño de 1989 y agosto de 1992. Mientras subía la Bolsa, los bancos tenían fondos propios ocultos, que resultaban de las plusvalías no realizadas sobre sus inversiones de capital. Esos seudofondos propios se disolvieron con el vuelco bursátil, y revelaron así la fragilidad de sus balances. De su lado, la caída de los precios inmobiliarios deterioró los créditos bancarios, con lo cual la situación se agravó sensiblemente. Los bancos japoneses debieron comprometerse en una consolidación financiera difícil. Se bene-

ficiaron de un plan de salvataje del gobierno, dirigido hacia la recuperación de los valores bursátiles y el tratamiento de los créditos dudosos.

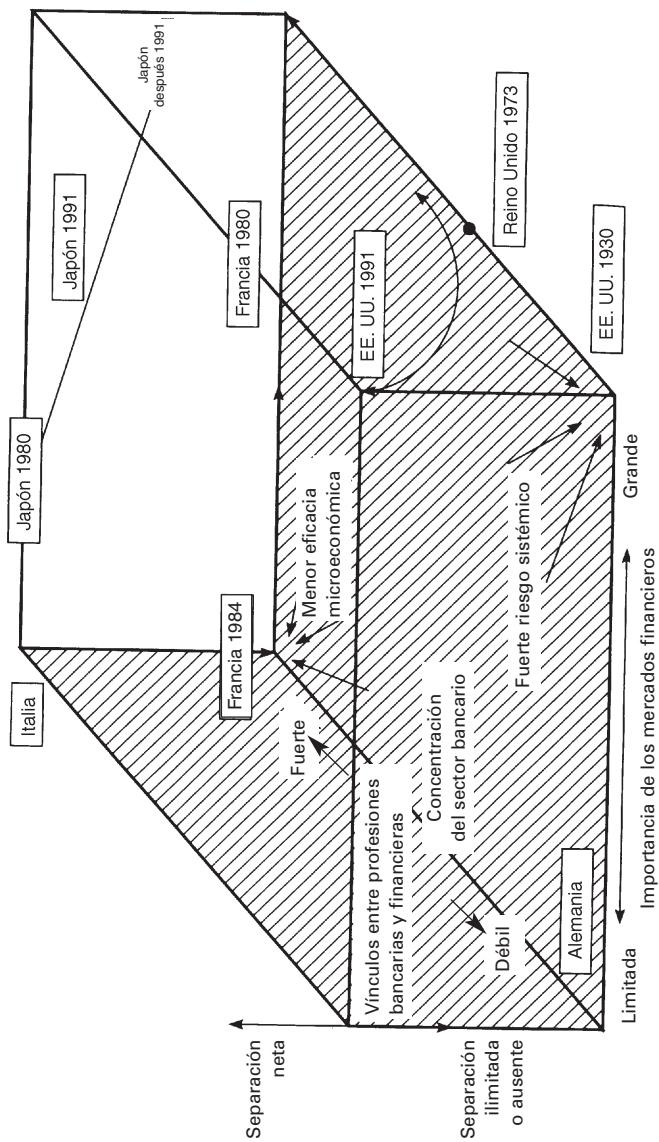
Los países escandinavos son un ejemplo de la explosiva mezcla de la brutal liberalización financiera y del ciclo de los precios de activos. Tras la desregulación, los bancos modificaron radicalmente la composición de sus balances en el sentido de una mayor fragilidad. En Suecia, por ejemplo, la participación de los bonos de Estado pasó, del 25% del total de los balances financieros en 1983, al 11% en 1992. Los créditos en el sector privado brincaron del 46 al 60%, con el incremento concentrado en el sector inmobiliario y financiado por préstamos en el mercado monetario. El destino de los bancos se volvió servil de la especulación inmobiliaria y del costo marginal de sus recursos. El endurecimiento de la política monetaria al unísono del vuelco de la especulación mundial de 1989 precipitó una crisis fulgurante. Y en ese marco, la intervención gubernamental a gran escala fue necesaria para evitar una desorganización financiera global.

Las dificultades de los bancos franceses fueron de la misma naturaleza, aunque la intensidad de los problemas generalmente fue menor. Sin embargo, la quiebra del *Crédit Lyonnais* hubiera sido inevitable sin la intervención estatal. Hubiera tenido indudablemente devastadoras repercusiones para el conjunto del sistema financiero. En Francia, como en muchos otros países, se puede diagnosticar una falta de control del riesgo de crédito descubierto por el vuelco del mercado inmobiliario. El peso de los créditos dudosos y la disminución del valor de las garantías inmobiliarias se conjugaron para asestar un grave golpe a la progresión de los créditos bancarios.

2. La prevención del riesgo de sistema

No todas las estructuras financieras son igualmente vulnerables al riesgo de sistema. Existe un dilema entre la eficiencia microeconómica y la estabilidad macroeconómica. Pues los cerramientos entre los mercados, la concentración de los estableci-

ESTRUCTURAS FINANCIERAS COMPARADAS SEGÚN SU EFICACIA Y SU ESTABILIDAD



Fuente: M. AGLIETTA y P. MOUTOT, *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 41, 1993, p.63.

mientos y la regulación de las tasas de interés son medios de sofocar la propagación de los accidentes financieros locales. Pero también son obstáculos para la competencia, que favorecen la diseminación de las rentas de situación y que terminan por elevar indebidamente el costo del capital.

La diversidad de las estructuras financieras respecto al riesgo de sistema

Mantenemos tres criterios centrales para caracterizar a las estructuras financieras, lo que permite una representación gráfica. El primero de esos criterios es *la importancia que tienen los mercados financieros* para los agentes no financieros. Se ha demostrado efectivamente que el riesgo de liquidez de mercado podía ser un factor de propagación de las crisis. El segundo criterio es *el grado de separación entre la actividad de intermediario bancario y la banca de mercado*. Este criterio expresa la posición institucional de los bancos en el sistema financiero entre dos extremos: de un lado, la banca universal (a la alemana), que autoriza a los bancos comerciales a remitirse a todas las profesiones de la banca; del otro, la banca con competencia estrictamente limitada (a la americana, tras la *Ley Glass-Steagall*, de 1933), que prohíbe a los bancos cualquier actividad de mercado. El tercer criterio es *el grado de concentración del sistema bancario*, que introduce la consideración del tamaño de los bancos como un factor de confianza de los depositantes, porque cuentan con una intervención pública para evitar que la quiebra de un gran banco conlleve la desorganización completa del sistema financiero.

La figura anterior representa la disparidad de las estructuras de los principales países. La dispersión de los puntos representativos ilustra la diversidad de los esquemas de organización financiera. Por eso, el modelo alemán de la Hausbank, donde el lugar de los mercados en los financiamientos es reducido, no se aplica a las economías francesa y británica. Estas últimas están a

la vez más abiertas a los mercados financieros y provistas de sistemas bancarios más concentrados.

En la figura se puede ver dónde se encuentran las dos regiones extremas de la más fuerte probabilidad del riesgo sistémico y de la más débil eficacia microeconómica. La primera posición combina un gran lugar de los mercados financieros, una débil concentración de los bancos y una ausencia de separación entre los oficios de la banca y la banca de mercado. Era la posición que ocupaba el sistema financiero de Estados Unidos, que reunió a todos los factores de fragilidad en la crisis de 1930-1933.

Por el contrario, el reducido lugar de los mercados financieros, la neta separación de las profesiones bancarias y financieras y la elevada concentración de los bancos caracterizan a las estructuras fuertemente reglamentadas de Francia, Japón e Italia en los años '60 y '70. Las quiebras bancarias eran casi desconocidas en esos países. Pero si se recuerda la experiencia francesa, los costos de cerramiento de los circuitos financieros ya estaban en discusión allí desde 1967. Pero no se emprendió ninguna reforma significativa hasta los años '80. En éstos, se introdujo a la vez una ley bancaria, que instauraba el principio de la banca universal en 1984, y una promoción de los mercados, que hace evolucionar al sistema financiero francés hacia una región a la vez más eficaz y más arriesgada.

La originalidad de Alemania debe ser subrayada una vez más. La importancia de los mercados en el financiamiento de la economía privada es muy reducida. Pero la presencia de bancos universales muy competitivos permitió hacer coexistir una muy grande eficacia y una relativa escasez de los acontecimientos fortuitos financieros. Sin embargo, como lo demuestran las quiebras de los bancos alemanes de alguna importancia desde hace veinte años, este sistema es vulnerable a los *shocks* consecutivos de la apertura internacional.

En un sentido más general, se puede descubrir una cierta convergencia de las estructuras financieras bajo el efecto de la globalización en la manera de realizar los compromisos entre

eficacia microeconómica y estabilidad macroeconómica. En el mismo sentido van las evoluciones de Francia, el Reino Unido y Japón, con la reorganización siguiente a la crisis financiera de principios de los años '90. Son estructuras que combinan mercados financieros activos, una fuerte concentración que asocia los bancos y a los inversores institucionales y una desaparición de la separación entre actividades de banca y de mercado.

Para librarse del riesgo sistémico, es decir, de los términos del dilema eficacia-estabilidad, hay que intervenir sobre el proceso que lleva a las crisis financieras. Esta es la tarea de la política prudencial. Se presenta como una organización multidefensiva. Un conjunto de reglamentaciones y supervisiones forma el dispositivo prudencial propiamente dicho. Busca prevenir los comportamientos que generan riesgo, reducir las asimetrías informativas y evitar la propagación de los accidentes financieros locales. El prestamista en última instancia es el arma para refrenar el riesgo de sistema cuando el dispositivo prudencial no logra contenerlo. Pero si bien la legitimidad de este papel raramente se discute en su comienzo, las condiciones de su ejercicio son muy ambiguas. Al reactivar el riesgo de sistema, el trastorno de las estructuras financieras volvió a lanzar el debate sobre el prestamista en última instancia.

El dispositivo prudencial en depósito

Si hacemos el balance de los últimos veinte años, con la sola excepción de la quiebra del banco Herstatt, en 1974, vemos que el tratamiento de las crisis financieras en Europa fue más eficaz que en Estados Unidos. Pues, hasta aquí, la unidad de tutela y de reglamentación o regulación de los bancos en los países europeos, al contrario de la dispersión de las autoridades responsables en Estados Unidos, fue esencial en la diferencia de control de los riesgos que se pudo constatar. La crisis de los bancos secundarios ingleses en los años '70 y la de las cajas de ahorro estadounidenses en los años '80 se enconaron por esa falta de unidad. Por lo demás, tras la crisis bancaria inglesa, se emprendió una

tentativa de unificar las diversas tutelas financieras en la forma de una coordinación reforzada bajo la autoridad de un organismo director (*lead regulator*).

La implantación de dispositivos prudenciales eficaces evoluciona y procede de un aprendizaje. La experiencia de las crisis vividas conlleva cambios institucionales y reglamentarios que permiten limitar mejor las repercusiones de crisis del mismo tipo. Pero si la innovación financiera es intensa, provoca crisis que nacen en nuevos campos poco conocidos, donde la evaluación del riesgo es precario. El trabajo de reglamentación y de supervisión se debe renovar constantemente entonces, para adaptarse a las transformaciones de la banca.

Así, pues, en Europa aparecieron los sistemas de garantía de los depósitos, a menudo a favor de las crisis: por ejemplo, en 1982, en el Reino Unido (tras la crisis de los bancos secundarios) y en Italia, en 1987 (tras el asunto del Banco Ambrosiano). Además, en varios países se implantaron algunas modalidades particulares para tratar los siniestros importantes. Estos mecanismos buscan impedir el riesgo moral al sancionar a los dirigentes y gravar con impuestos a los accionistas de los establecimientos en dificultades que las autoridades prudenciales decidieron reorganizar sin declararlos en quiebra. Alemania creó así un organismo de garantía (llamado Banco Societal de Liquidez), del que el Bundesbank es accionista en un 30% y los bancos comerciales en el resto, para evitar que se desencadenen crisis de liquidez tras una debilidad bancaria. Por su parte, por el artículo 52 de la ley bancaria de 1984, Francia se dotó de un medio para poner en movimiento las solidaridades financieras en París. El gobernador del Banco de Francia tiene la autoridad para apelar a los accionistas de una institución de crédito a fin de que aporten su concurso en el establecimiento socorrido. En sentido más amplio, el Banco de Francia puede organizar bajo su autoridad la asistencia del conjunto de las instituciones crediticias residentes, para asegurar el buen funcionamiento del sistema bancario y salvaguardar la reputación de la sede de París.

Los principios del control prudencial

Se pueden distinguir dos principios estrechamente complementarios: algunas reglamentaciones o regulaciones buscan prevenir, con más o menos éxito, los comportamientos que generan riesgos; otras, que mantienen la supervisión, completan el funcionamiento de los mercados para hacerlos más capaces de evitar la propagación de los riesgos [Bisignano, 1993].

Los bancos deben funcionar bajo restricción de liquidez y de solvencia. Como un banco está poco capitalizado en relación a su pasivo, puede tener pérdidas superiores a su capital. En ese caso, la cobertura de las pérdidas supera muy ampliamente las responsabilidades de los accionistas. Como los depósitos asegurados están garantizados, para cubrir esas pérdidas, sólo están depositantes no asegurados o la sociedad en su conjunto, *vía* el presupuesto estatal. La reglamentación o regulación busca impedir esas transferencias de riqueza al obligar a los bancos a controlar mejor sus riesgos. Pero puede tener efectos perversos al incitar a los bancos a tomar más riesgo.

Respecto a la solvencia, en 1998 los bancos centrales del G10 lograron ponerse de acuerdo para imponer una relación matemática de capitalización única (la llamada relación Cooke) a los bancos comerciales de actividad internacional. Se trataba de evitar que las disparidades de las regulaciones nacionales contra el riesgo de crédito provocaran distorsiones de competencia, y de evitar, al mismo tiempo, las pujanzas de lo reglamentario, que habrían podido llevar a la desmantelación de todas las restricciones.

El acuerdo de Bâle de 1988 definió un procedimiento estándar para clasificar en categorías los riesgos de crédito y determinar su equivalencia. Todos los activos en el balance de los bancos y todos los contratos declarados fuera de balance se miden en equivalentes riesgo, que se ponderan y totalizan. Se llega así a un activo total ajustado del riesgo. El capital mismo se define a partir de sus elementos y se calcula con ayuda de una equivalencia entre ellos. Se puede calcular una relación matemática definida

como el capital añadido a la suma ponderada de los activos en riesgo. Se impone una norma mínima de 8% a esa relación matemática así calculada.

El acuerdo es una apertura en términos de reglamentación prudencial. Pero sus dificultades de aplicación informan sobre la amplitud de los obstáculos que se levantan ante la ambición de construir un archivo de seguridad financiera eficaz para la integración financiera internacional.

El método de la adición de los riesgos ponderados no da una medida fiel del riesgo global si la cartera de activos tiene componentes con riesgos correlacionados. Como se desconocen esos elementos estadísticos, se hace claramente necesario llegar a una medida objetiva. Pero no hay que pensar que el respeto de la norma mínima preserva *ipso facto* la solvencia de los bancos. Se podría encontrar una solución en la presión de las autoridades prudenciales sobre los bancos para que se doten ellos mismos de sistemas más sofisticados de control de los riesgos.

Si bien la medida de los activos es criticable, la del capital tampoco deja de ser problemática. En efecto, incorpora las provisiones para riesgo, que son las contrapartes de las pérdidas anticipadas y las plusvalías latentes sobre los activos de mercado que dependen de las fluctuaciones de sus precios. Las primeras no pueden cubrir los *shocks* no anticipados que crean el riesgo de sistema, puesto que no hay una base estadística para evaluar este tipo de *shock*, y la miopía es el probable comportamiento al respecto. Las segundas desaparecen en el momento en que hay necesidades de hacerlas reales, pues las bajas drásticas de los precios de los activos a menudo están en el origen del desencadenamiento de las crisis financieras.

Finalmente, los bancos pueden reaccionar a la limitación prudencial al tomar más riesgos. Supongamos que tienen un nivel de riesgo deseado. El incremento de la relación matemática de capital reduce la probabilidad de quiebra estructural de cartera sin cambios, pero disminuye la rentabilidad neta debido a la reducción del efecto de palanca sobre los fondos propios. Para

encontrar el nivel de riesgo deseado y luchar así contra la baja de su rentabilidad, los bancos pueden modificar la estructura de sus activos, al conceder una mayor proporción de préstamos más rentables pero de más riesgo. Los bancos distorsionan sus balances hasta el punto en que la ganancia marginal del crecimiento del riesgo es igual al costo marginal de la mayor probabilidad de quiebra debido a dicho crecimiento [Artus, 1990].

Debido a la ambigüedad de las incitaciones asociadas a la reglamentación, la supervisión es indispensable para tratar la insolvencia; su función es obtener informaciones sobre los bancos con problemas que no tiene el mercado (o que tiene demasiado tarde), para ejercer su disciplina de manera ordenada. La supervisión busca descubrir el caso de insolvencia antes de que sea negativo el valor neto de los establecimientos (en peligro de volverse insolventes). La autoridad de supervisión debe tener el poder de provocar reorganizaciones, de tomar temporalmente la dirección de los establecimientos, de obtener la participación de los accionistas y los socios financieros principales, para minimizar el costo social de las quiebras.

Respecto a la liquidez, el seguro de los depósitos suprime la incitación de los agentes a retirar sus depósitos, impide los pánicos bancarios y así pone obstáculos a una forma particularmente virulenta del riesgo sistémico. Este dispositivo se revela eficaz. Sin embargo, las crisis bancarias de los veinte últimos años demostraron que el costo para la colectividad podría ser elevado si la prima de seguro para los bancos fuera a destajo y si la cobertura de los depósitos fuera muy extendida. Y es que el seguro de los depósitos entraña un riesgo moral que está en función de la distancia entre el valor del fondo de garantía para los bancos y el costo del seguro. En Estados Unidos también se emprendió un debate para rediseñar el seguro de los depósitos, de manera que aumente el costo para los bancos y (o) disminuir el valor del fondo de garantía. Aumentar el costo consiste en modificar las primas de seguro sobre los riesgos que toman los bancos, y los riesgos se evalúan según un procedimiento análogo al de la relación

matemática Cooke. La redefinición de la cobertura podría tomar en cuenta la identidad de los depositantes. Parece oportuno cubrir sólo los riesgos de los agentes que no tienen los medios de evaluar a los bancos e imponer una remuneración superior de los depósitos para los riesgos asumidos. También habría que asegurar los depósitos, que son los soportes directos de los medios de pago, porque pueden causar los más serios desórdenes sistémicos. Pero este tipo de riesgo conduce directamente a la cuestión del prestamista en última instancia.

El oficio del prestamista en última instancia según el enfoque de Bahegot

La acción del prestamista en última instancia depende de la evolución de las estructuras financieras. Pues la robustez bancaria se vincula fuertemente a la estabilidad de los mercados, aunque su participación se limite al financiamiento de los tenedores de mercado.

El prestamista en última instancia es la esencia de la actividad del Banco Central, en cuanto éste tiene una posición singular para mantener la confianza en la moneda. Así mismo, para ser eficaz en su misión, un Banco Central debe tener una concepción de la estabilidad monetaria más amplia que la sola estabilidad de los precios de los bienes y servicios. El prestamista en última instancia es parte integrante del control de la moneda, porque busca obtener un seguro colectivo contra el riesgo sistémico, allí donde el seguro privado es impotente.

Prestar en última instancia es una operación exorbitante de las reglas de mercado, pero se cumple en pro de la economía de mercado. Hay violación de mercado por haber compromisos privados, no pagados ni referidos a contratos, con su sanción suspendida por un tiempo determinado. Hay perennización del mercado porque se preservan otros compromisos privados, sanos pero sin poder pagarse debido a las repercusiones externas de los compromisos que han quebrado. Al desplazar la restricción de pago a un futuro indeterminado, el préstamo en última

instancia sustituye una liquidez inmediata a créditos desvalorizados. Por eso la acción del prestamista en última instancia concentra la ambivalencia de la moneda. Por un lado, la posición del Banco Central le confiere un conocimiento de los procesos del riesgo sistémico, que ningún otro agente puede tener. Por otro lado, la sola probabilidad de esta intervención puede estimular la toma de riesgos excesivos, y destilar un riesgo (un factor aleatorio) moral en el sistema financiero.

Este irreductible dilema ha alimentado, desde hace ya dos siglos, un debate doctrinal sobre la oportunidad y los métodos de la acción del prestamista en última instancia [Humphrey, 1989]. La referencia principal en ese debate es la obra de Bahegot, un talentoso banquero y cronista, más que economista: en 1873 fue el primero en enunciar con precisión una línea de conducta para el prestamista en última instancia [Bahegot, reed. 1962].

Su enfoque tuvo éxito en el Reino Unido antes de la Primera Guerra Mundial, en una época en que los mercados financieros tenían preponderancia, en que las crisis financieras eran frecuentes y en que la supervisión bancaria no existía. El Banco de Inglaterra estaba en el corazón del mercado monetario, la contraparte directa de los bancos de descuento [Sayers, 1957]. Bahegot buscó resolver el dilema que justifica el misterio que rodea a los bancos centrales. Definió principios de acción del prestamista en última instancia, para que hiciera uso de su poder discrecional de una manera equitativa, con lo que a la vez se limita el riesgo moral. Esos principios tienen su base conceptual en la distinción entre *iliquidez e insolvencia*.

Como el prestamista en última instancia se ocupa de la estabilidad global del sistema financiero y no del destino particular de las instituciones financieras, hay que prestar sin límites a los prestatarios sanos (seguros) que no encuentren liquidez debido a la desconfianza general de los prestamistas en un clima de pánico. Por el contrario, las instituciones insolventes deben venderse a nuevos propietarios y recapitalizarse.

¿Cómo distinguir la insolvencia verdadera y la amenaza de quiebra que resulta de la falta de liquidez consiguiente a la crisis financiera? Bahegot propone distinguir las por la cualidad de las garantías que un prestatario sano puede presentar. Dichas garantías son bonos financieros que no pueden venderse directamente en el mercado, en razón del hundimiento general que en la crisis sufren los precios de activos. Pero el Banco Central puede aceptarlas en su valor anterior a la crisis, a condición de que una evaluación de los balances sobre esos valores anteriores verifique que los prestatarios son solventes y, por tanto, elegibles. Para defenderse aún más del riesgo moral, Bahegot proponía que el Banco Central conforme sus préstamos en tasas *penalizadoras* contra bonos que los prestatarios ponen en depósito. Esto es a la vez una prima de riesgo para el Banco Central y una disuasión para los prestatarios. Finalmente, la imprevisibilidad de las intervenciones también es un elemento de lucha contra el riesgo moral. Pues en esta época, se despertaba el pánico con frecuencia y, al no haber reglas prudenciales, no existían los medios disuasorios sobre los riesgos que tomaban los banqueros.

Esa preocupación por limitar la asistencia del prestamista en última instancia llevó posteriormente a la constitución de *pools* (consorcios o asociaciones) de compradores de los activos financieros que los bancos venden simultáneamente en las situaciones de crisis. Estas instituciones financieras, provistas de gran cantidad de ahorro, actúan concertadamente con el Banco Central para mantener los precios de los activos y facilitar así la adquisición de la liquidez por parte de los bancos que deben hacer frente a las fugas de depósitos. Esa manera de formar líneas de defensa expresa la solidaridad de los participantes en una misma plaza financiera. El *pool* financiero no sustituye al prestamista en última instancia, porque no puede constituirse en el seguro de la última fuente de liquidez. Pero preserva el poder de decisión absoluto del Banco Central, al evitar que sea un rehén de los beneficiarios de su asistencia.

La renovación del debate sobre el prestamista en última instancia

Pero la experiencia de la gran crisis demostró que este enfoque clásico se había paralizado por la falta de medios de supervisión que permiten hacer la distinción funcional entre iliquidez e insolvencia [Bordo, 1990]. Además, la gran crisis conllevó reestructuraciones en los sistemas financieros, que pusieron una gran distancia entre los enfoques del prestamista en última instancia y la doctrina de Bahegot. Las estructuras financieras tras la gran crisis protegieron a los bancos: concentración aquí, separación de los oficios bancarios allá, poca importancia de los mercados acullá. Esas estructuras se administraban con una densa reglamentación. La supervisión de los bancos se desarrolló y a menudo se implantó en otros organismos distintos a los bancos centrales. Finalmente, el seguro de los depósitos fue un arma eficaz contra el pánico bancario. En el marco de economías nacionales protegidas del exterior, fue suficiente contar con políticas monetarias para alejar las perturbaciones globales. En este marco económico renovado, la intervención directa del prestamista en última instancia se hace más escasa, y hasta se vuelve residual y cambia su racionalidad. Cuando se manifiesta, protege de la quiebra a los bancos de gran tamaño (el principio de *too big to fail*).

La globalización financiera y los *shocks* macroeconómicos sufridos desde comienzos de los años '70 pusieron en duda el enfoque minimalista del prestamista en última instancia. Pero los conocimientos del período precedente se preservaron en una idea central. *La política prudencial es un dispositivo de líneas de defensa articuladas, donde la reglamentación, la supervisión y el prestamista en última instancia son complementarios* [García y Plantz, 1988]. Sin embargo, el funcionamiento de ese dispositivo demostró ser poco satisfactorio. La rapidez de la propagación de las crisis y la amplitud de los desplazamientos de fondos líquidos exigieron intervenciones en última instancia muy rápidas y a muy grande escala. La enmarañada interconexión de los contratos financieros obligó a los bancos centrales a extender el pe-

rímetro de acción del prestatario en última instancia mucho más allá de los bancos comerciales. La imprevisibilidad de su acción se debilitó mucho. Se manifestaron temores sobre los nocivos efectos de los seguros de los depósitos y las consecuencias para la política monetaria de extender el papel del prestamista en última instancia. Esos temores guían el debate sobre las relaciones del prestamista en última instancia con la supervisión y con la política monetaria.

La cualidad de la supervisión de los tenedores de mercado y el cuidado de los riesgos globales condicionan la eficacia del prestamista en última instancia. Hay que establecer, entonces, esquemas de repartición de las responsabilidades y de coordinación entre las diferentes partes que entran en el control prudencial. En efecto, hay que combinar medios de incitar a los operadores a controlar sus riesgos (apelaciones de margen o tiempo, garantías, límites de los préstamos a corto plazo para los cuenta-horristas...), la vigilancia comparada en el contacto de los mercados, la subida y centralización de las informaciones (la armonización de los métodos de supervisión según las categorías de establecimientos en cuestión, coordinación escudada en un *lead regulator*).

Para realizar esa combinación no es conveniente la subordinación directa de los organismos supervisores del Banco Central. Pero su asociación dentro de comités de relación y de células de crisis es indispensable para establecer un diagnóstico global en una situación financiera crítica. El prestamista en última instancia debe tener, efectivamente, un acceso directo a la información reunida por los supervisores múltiples sobre los conglomerados financieros y los grupos financieros plurifuncionales. También debe informarse sobre un seguimiento continuo de los tenedores de los segmentos principales de los mercados de la liquidez al por mayor. Finalmente, el prestamista en última instancia se ocupa directamente de la concepción de los métodos de supervisión y la formalización de las reglas prudenciales, de manera que se minimice el riesgo sistémico.

En cuanto al temor de que las intervenciones en última instancia perturben la ejecución de la política monetaria, la distinción de dos campos puede enunciarse con claridad en cuanto a las incidencias sobre la cantidad de moneda central. Una intervención del Banco Central a nombre de la política monetaria influye siempre sobre la base monetaria, en contraparte con una variación del activo total del Banco Central. Por el contrario, una intervención en última instancia modifica la estructura del activo del Banco Central, y permanece sin cambios el monto total de sus haberes [Goodfriend y King, 1988]. Lo cual significa que, en principio, el Banco Central puede hacer estéril la incidencia monetaria de su intervención. Se trata de saber si es oportuno que se esterilice la inyección de liquidez en última instancia. Lo cual depende del tipo de propagación del riesgo de sistema.

Si la creación de moneda por parte del prestamista en última instancia compensa una destrucción anormal de liquidez, debido a un pánico bancario o un acontecimiento fortuito en el sistema de los pagos interbancarios crea una falta temporal de liquidez, el Banco Central evita una contracción intempestiva de la liquidez. No hay ninguna necesidad de esterilizar. Pero si la operación proviene del apoyo de un banco insolvente previa a su reorganización, los depósitos pueden desplazarse en los otros bancos, más que ser convertidos en especies. El Banco Central puede contentarse así con organizar el reciclaje de los depósitos sin aportar por su parte ninguna liquidez adicional. En todo caso, el Banco Central debe estar atento al riesgo moral que resulta de su apoyo a los bancos. Y debe informarles que ellos son los que sostienen firmemente el control de la moneda para incitarlos a la prudencia.

Si el riesgo se propaga a través de la caída brutal de los precios en los mercados de activos financieros, los problemas de liquidez conciernen a los intermediarios de mercado que reciben los créditos de los bancos. El Banco Central puede declarar solemnemente, entonces (como lo hizo en octubre de 1987), que está dispuesto a ser la fuente de liquidez última para la estabili-

dad del sistema financiero. Y puede abrir a la vez, líneas de crédito especiales en los bancos, mediante el recurso del descuento; siempre con los bancos responsables de sus créditos en las instituciones de mercado, lo que les incita a seleccionar sus préstamos para intermediarios solventes. El Banco Central conserva así una posición alejada de las presiones directas de las empresas en dificultades, y minimiza al mismo tiempo su aporte de liquidez.

VI / La política monetaria

La política monetaria ha adquirido una importancia muy grande en las economías contemporáneas. Se podría creer que tiene demasiado lugar en ellas. Efectivamente, debe compensar el debilitamiento de los otros medios de acción del Estado, en razón de la desregulación y de las restricciones financieras resultantes de endeudamientos persistentemente altos. Al mismo tiempo, el contenido de las políticas monetarias y el ejercicio de los poderes que se les vinculan distan de ser unánimes. Hay un debate multiforme en los países occidentales.

En un plano institucional, lo que se discute es el principio de la independencia de los bancos centrales. En el plano de las finalidades de la política monetaria, generalmente se acuerda en considerar que la estabilidad monetaria es un bien público cuyo beneficio lo sentimos todos favorablemente. Pero justamente porque se trata de un bien público, no es una noción simple de definir en cuanto un objeto preciso. Si se trata de la estabilidad de los precios, ¿qué índice de precios se debe considerar? ¿Un índice convencional del costo de la vida o un indicador más sofisticado, que tome en cuenta la variación de los precios de activos? ¿Se debe definir la estabilidad de los precios como una plaza objetivo de variación tolerada del índice elegido, o se la debe dejar a la apreciación de la autoridad a cargo de la regulación monetaria? ¿Se debe preferir, por tanto, un régimen monetario fundado sobre el enunciado y el respeto a reglas públicamente proclamadas, o un régimen muy tolerante con el juicio discrecional de la institución responsable del control monetario? El anexo siguiente da las definiciones que ayudan a comprender el sentido de esas

cuestiones, todas vinculadas con el problema general del *anclaje* de las magnitudes nominales económicas.

El *anclaje* es una dimensión del estatus de bien público vinculado con la moneda. La teoría lo considera una misión fundamental de los bancos centrales independientes. Para una corriente de pensamiento integrista, llamada “monetarista”, sería una misión exclusiva. Sin embargo, prevenir el riesgo sistémico también es una dimensión crucial de la estabilidad monetaria. Por eso, el prestamista en última instancia es, así mismo, una misión esencial de los bancos centrales.

Pequeño glosario de la política monetaria

Regulación monetaria (monetary control): Conjunto de los modos de influencia de la moneda sobre la economía en estructuras financieras dadas.

Instrumentos: variables que las autoridades pueden fijar de manera discrecional.

Objetivos finales: variables económicas cuya evolución busca influenciar las autoridades.

Objetivos intermedios: variables financieras que tienen vínculos con los objetivos finales, y que las autoridades no pueden controlar directamente, sino que son objetivos (*targets*) que buscan alcanzar.

Indicadores: variables que, sin ser objetivos en sí mismas, contienen información sobre las relaciones entre instrumentos y objetivos finales, sobre la futura evolución de la economía o sobre el estado inmediato de las tensiones inflacionistas y deflacionistas.

Canales de transmisión: encadenamientos de las relaciones por las que los instrumentos actúan sobre los objetivos finales, eventualmente *vía* los objetivos intermedios.

Regímenes monetarios: conjuntos específicos de instrumentos y objetivos intermedios. Pueden fundarse en reglas o residir en juicios discrecionales.

Shocks monetarios: variación inesperada de una variable económica que retroactúa sobre los objetivos intermedios y perturba la realización de los objetivos finales.

Política monetaria: estrategia para alcanzar los objetivos finales y adaptar los regímenes monetarios a los *shocks*, con vistas a alcanzar la mayor eficacia de la regulación monetaria.

Nuestra perspectiva sobre la política monetaria se inscribe en la línea general de este libro. El control de la moneda sufre una mutación profunda que se desprende de la transformación de las estructuras financieras. Las tendencias de la liberalización financiera afectan tanto a los problemas teóricos respecto a la definición de los regímenes monetarios, como a los problemas prácticos respecto a los instrumentos eficaces y a los canales de transmisión. A su vez, la política monetaria debe jugar un papel importante para reducir la inestabilidad financiera y para que los sistemas financieros liberalizados sean más eficaces en el control del riesgo en beneficio de toda la economía.

1. La liberalización financiera y los crueles dilemas de la política monetaria

El control de la moneda es objeto de controversias desde hace dos siglos. Pues la pertinencia misma de un control y la forma que puede tomar dependen de las posiciones teóricas sobre la naturaleza de la moneda. El anexo siguiente da algunas indicaciones sobre las dos grandes concepciones de la moneda, que fundan dos tradiciones monetarias perpetuadas a través de la historia. Según las estructuras financieras y las circunstancias que hacen temer más bien *shocks* inflacionistas, o más bien *shocks* deflacionistas, es una u otra tradición la que lleva la ventaja. Pero cuando las ideas monetarias reciben una aplicación institucional, se presenta un fuerte retraso en sus efectos respecto a sus causas. Los regímenes monetarios siguen vigentes tras la desaparición de las circunstancias que los habían hecho eficaces. Cuando la regulación monetaria no mantiene un apoyo respecto a las estructuras financieras en las que se inserta, el régimen monetario vigente se vuelve incoherente, porque los canales de transmisión ya no son compatibles con los objetivos intermedios elegidos. Así es como, a finales de los años '60, un régimen de moneda endógeno fundado en el control de las tasas de interés no era adecuado para combatir la subida de la inflación. Pero durante los años '80, la liberalización financiera aniquiló la

pertinencia de los regímenes de moneda exógena fundados en el control de un agregado, regímenes que se habían implantado en los años '70 para refrenar y luego acabar con la inflación.

La razón profunda de la irreductible relatividad de la política monetaria se encuentra en la ambivalencia de la moneda. Es un bien colectivo cuya creación y detentación son casi enteramente privados. La creación de los medios de pago en las economías modernas es, sobre todo, obra de los bancos comerciales. Con la liberalización financiera, esa creación se encuentra aún más diseminada en otras instituciones financieras, hasta en empresas no financieras, al multiplicarse los pagos con tarjeta. La emisión monetaria es endógena y obedece a una lógica autorreferencial: es una anticipación de los ingresos nominales futuros y crea medios de realizar los intercambios comerciales que deberán hacer válida esa anticipación. La creación monetaria privada no posee, entonces, un equilibrio espontáneo proveniente únicamente de las racionalidades individuales. Los regímenes explosivos y las fluctuaciones irregulares son tan posibles como un crecimiento regular de la cantidad de moneda.

***Dos concepciones de los fundamentos
de la regulación monetaria***

MONEDA EXÓGENA <i>(currency principle)</i>	MONEDA ENDÓGENA <i>(banking principle)</i>
Economía de los mercados puros. La moneda es un elemento de la riqueza de los agentes: demanda de un <i>stock</i> detentado.	Economía de pagos. La moneda es el medio vehicular de un servicio de transacción: creación y destrucción según la ley del reflujo.
Oferta exógena. Teoría <i>cuantitativa</i> : determinación del nivel general de precios y neutralidad sobre las magnitudes reales.	Oferta endógena. Teoría <i>cualitativa</i> : si la creación de moneda financia promesas sobre valores reales (<i>real bills</i>), el reflujo se realiza sin perturbación.
Control por la <i>cantidad</i> : objetivo de agregado.	Control por el precio: norma de convertibilidad.

Pero como unidad de cuenta y medio de pago, la moneda juega el papel de bien público. Es la base de los contratos respecto a las mercancías, los derechos de propiedad y los créditos. También es el medio último de regulación o reglamento. Por eso su buena calidad beneficia a todos los agentes privados, su mala calidad nos perjudica a todos, incluso si cada cual cree que no participa para nada en su determinación. Para establecer la confianza compartida en la creencia de que los contratos pactados hoy en valor nominal aún tendrán un sentido en el momento en que se den por concluidos, hay que organizar las reglas de la circulación monetaria. De lo cual se desprende la dualidad entre la creación privatizada de la moneda y las funciones colectivas ya anotadas: garantizar el anclaje nominal y prevenir el riesgo de sistema. Una institución especial, el Banco Central, asumirá esas funciones, aunque no el control de la mayor parte de la creación monetaria. Sin embargo, para alejar a los regímenes desestabilizadores, el Banco Central debe organizar institucionalmente la escasez de moneda.

A fin de cumplir con su misión, el Banco Central ejercerá sus prerrogativas sobre otra cara de la ambivalencia monetaria: la liquidez. La demanda de liquidez es el resultado de comportamientos privados sobre los que la confianza colectiva influye directamente, en la doble garantía del anclaje nominal y el acceso al crédito (ausencia de riesgo sistémico). La privatización competitiva de la emisión de los medios de pago (endogeneidad de la creación monetaria) provoca la inestabilidad espontánea de la demanda de liquidez. La calidad de los actos del Banco Central, en busca de la doble garantía colectiva (que puede conllevar la confianza de los agentes privados) es la que provoca la estabilidad de la cantidad de liquidez demandada.

Nuestra argumentación se distingue aquí de la concepción unilateral de la moneda exógena, llamada monetarista, y reconoce a la vez que el anclaje nominal es una exigencia ineludible del control de la moneda.

Para los monetaristas, la demanda de liquidez es naturalmente estable. Por tanto, basta con dejar que la oferta actúe automáticamente tomando por objetivo intermedio un agregado conforme a lo que los agentes privados reconocen como encajes líquidos. Se obtendría, entonces, un régimen que prohíbe las sacudidas de la creación monetaria y reduce, tanto como se desea, la baja anticipada del poder adquisitivo futuro de la moneda sobre los bienes.

Para nosotros, en cambio, la regulación monetaria resulta de una política, es decir, de una estrategia que considera las interacciones recíprocas entre el Banco Central y las diferentes categorías de intereses privados. La política es eficaz si las interacciones se estabilizan sobre un régimen monetario que el Banco Central puede hacer respetar. Pero los regímenes monetarios viables son múltiples, y dependientes en cierto grado de las estructuras financieras. Pues éstas condicionan los medios de acción de los acreedores y de los deudores, y los canales por los cuales se reabsorben los *shocks* que afectan los comportamientos de ahorro y de inversión.

Los cepos de la banca administrada

En esas estructuras financieras, la regulación monetaria de la demanda global pasa por el crédito bancario. El comportamiento de los bancos respecto al riesgo de crédito determina dos posibles regímenes, según los bancos racionen o no el crédito [Blinder, 1987].

El primer régimen es el de Wicksell [1935]: el exceso de los proyectos de inversión sobre las intenciones de ahorro se financia mediante un incremento del crédito bancario. En ausencia de fuente de financiamiento de mercado lo bastante activo para tener una importancia macroeconómica, se trata de una economía de crédito bancario. La tasa de interés referencial es la tasa de base bancaria. Es la tasa que maximiza el rédito bancario agregado, con la limitación de que la demanda de crédito se satisfaga. Si la elasticidad de la demanda de crédito a la tasa de interés no de-

pende del nivel del gasto global, la tasa de base bancaria es independiente de la intensidad de la presión de la demanda (ver el anexo siguiente). Lo que se adapta a la demanda suplementaria es el volumen de la oferta. La rigidez de la tasa de base bancaria desplaza el desequilibrio entre los proyectos de inversión y las intenciones de ahorro en el mercado de los bienes. Y los proyectos de inversión se realizan, pues la demanda de crédito se satisface. Lo que se adapta es el monto del ahorro. Según estén o no disponibles las capacidades de producción suplementarias, este ajuste se hace mediante incremento de la actividad, o mediante aceleración de la inflación, o mediante una combinación de los dos, en función de la inclinación de la curva de oferta global.

Un régimen de racionamiento del crédito es posible en razón de la asimetría informativa entre prestatarios y prestamistas. Ya que la evaluación individual de los riesgos de los prestatarios es imperfecta, los bancos pueden temer que la demanda suplementaria de créditos provenga de los prestatarios de mala calidad que se interesan en tomar riesgos altos [Stiglitz y Weiss, 1983]. En la medida en que no puedan distinguir a esos prestatarios, prefieren mantener sus tasas de base en un nivel constante y racionar el volumen de créditos ofrecidos. Así mismo, por razones diferentes del régimen no racionado, los bancos tienen una rígida tasa referencial de interés en el régimen racionado. Pero la transmisión en el mercado de los bienes es distinta. Si bien el temor del deterioro de la calidad de los préstamos importa para las perspectivas de ingresos resultantes de la demanda de crédito suplementario por parte de los prestatarios de buena calidad, los bancos pueden endurecer el racionamiento o pasar bruscamente de un régimen no racionado a uno racionado. La escasez del crédito puede implicar una disminución en el incremento de las capacidades de producción en la economía real, más importante que la disminución de la presión de la demanda. Las tensiones inflacionistas se desarrollan a pesar de la disminución del crédito.

Tasa referencial de los bancos, demanda de crédito y el régimen de Wicksell

La maximización del rédito bancario, con la limitación de que la demanda se satisfaga, determina la tasa de base bancaria (i^*) de la siguiente forma:

$$i^* = \gamma + C + \frac{i_d}{1 + d} + \frac{i_f}{m}$$

$-\frac{1}{\gamma} = \frac{1}{L} \frac{dL}{di}$ es la elasticidad - interés de la demanda de crédito (pendiente de la curva LL).

C = costo funcional de los bancos por unidad de crédito ofrecido

i_d = tasa de interés administrada sobre los depósitos.

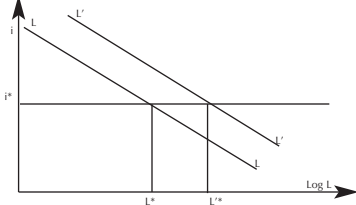
i_f = tasa de refinanciamiento del Banco Central.

$$d = \frac{\text{billetes}}{\text{depósitos}} \text{ y } m = \frac{\text{masa monetaria}}{\text{base monetaria}} =$$

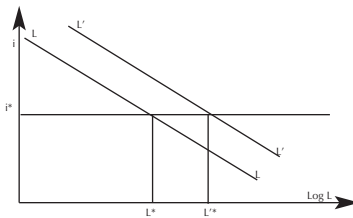
$$\frac{\text{billetes} + \text{depósitos}}{\text{billetes} + \text{reservas}}$$

El volumen de crédito distribuido por los bancos se determina mediante la demanda de crédito al nivel dado de i determinado arriba.

DEMANDA DE CRÉDITO MUY ELÁSTICA

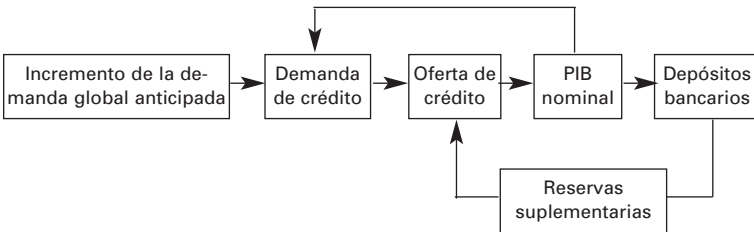


DEMANDA DE CRÉDITO POCO ELÁSTICA



La anticipación de una demanda global en incremento desplaza la demanda de crédito hacia la derecha (LL — L'L'). En la tasa de interés

i^* , oferta y demanda de crédito aumentan simultáneamente y conllevan una expansión monetaria endógena:



Este proceso no tiene un anclaje nominal.

¿Cómo puede dirigir la política monetaria esta dinámica de crédito para mantener la economía en equilibrios cercanos al pleno empleo y la inflación a raya? En los países con un sistema bancario concentrado y un débil desarrollo de los mercados, los riesgos para los bancos se limitan por la diversificación de sus préstamos y la certidumbre del apoyo del Banco Central en caso de dificultad grave. Tampoco tiene un alcance macroeconómico el racionamiento voluntario de los bancos. Estos compiten por ofrecer créditos y captar depósitos. Por consiguiente, el régimen monetario se parcializa en favor de los prestatarios. La garantía de que se financiarán los proyectos de inversión mantiene el crecimiento y amortiza las recesiones. Pero los *shocks* de exceso de demanda tienen las mayores probabilidades de ocurrir, y las tensiones inflacionistas son difíciles de hacer desaparecer, debido a la poca duración y profundidad de las recesiones en economías donde la flexibilidad del crédito facilita las indexaciones de los precios y de los costos. *El peligro principal que encuentra la política monetaria es entonces un deterioro disimulado del anclaje nominal.* Lo que se manifestó en muchos países de la OCDE a partir de la segunda mitad de los años '60. Las fases de expansión rápida se terminan con una aceleración de la inflación. Pero la consiguiente fase de disminución no devuelve a la inflación a su nivel anterior, sino que la sitúa en uno más elevado, la base de una aceleración posterior aún más fuerte.

La política de orientación de las tasas de interés en jaque

Para intentar preservar la calidad de la moneda en este tipo de regulación, las autoridades deben actuar sobre los bancos, que son los obligados canales de transmisión de la política monetaria. Su deber es incitar a los bancos a controlar la expansión crediticia. El medio es construir una estructura dual de tasas de interés que actúe sobre el rédito para los bancos. Como todas las tasas de crédito evolucionan con la tasa bancaria de base, que es muy rígida, el rédito para los bancos queda afectado si el costo marginal de sus recursos varía con los impulsos de la política

monetaria. Lo cual se realiza directamente si los bancos comerciales dependen del Banco Central para sus préstamos. Eso pasó en Francia, donde la tasa de refinanciamiento representaba el costo marginal de la liquidez bancaria. Lo cual se realiza indirectamente si los bancos pueden emitir bonos en un mercado monetario abierto, como en Estados Unidos. El Banco Central toma entonces como objeto intermediario a la tasa de interés del mercado monetario. Cuando hace subir esa tasa por encima de las tasas reglamentadas de los depósitos bancarios, se produce una desintermediación que obliga a que los bancos tomen prestados sus recursos a costos elevados. En todo caso, *lo esencial es que la política monetaria actúa sobre las tasas de interés relativas gracias a la estructura dual de las tasas.*

¿Por qué no pudo impedir ese régimen el deterioro del anclaje nominal? Por tres razones que se han manifestado ampliamente y se han debatido largamente en las controversias monetaristas de finales de los años '60 y '70 [Friedman, 1988].

- Al tomar la tasa de interés a corto plazo, (variable que los bancos centrales influyen directamente como objetivo intermediario, éstos tienden a confundir instrumento y objetivo de la política monetaria. Como, además, temen las consecuencias negativas sobre el rédito bancario, tienden a elevar demasiado tarde y demasiado poco las tasas de interés de corta duración.
- La tasa de interés monetario como objeto intermediario no es un indicador confiable de las presiones inflacionistas. Debido al desconocimiento de las anticipaciones, la confusión se mantenía entre variación nominal y variación real de las tasas de interés. Al subir las tasas nominales, los bancos centrales podían creer que llevaban políticas muy restrictivas, cuando en realidad ni siquiera seguían las anticipaciones de aceleración de la inflación.
- Para contener la inflación, sólo quedaba obligar a los bancos a pasar de un régimen de racionamiento del crédito. En los países con dependencia directa de los bancos respecto al

financiamiento del Banco Central, se trataba del marco del crédito. En los países con un mercado monetario, de la desintermediación deliberadamente provocada que podía precipitar un estrangulamiento del crédito bancario, (un *credit crunch*) [Wojnilowe, 1980]. Pero este método era poco satisfactorio: es ineficaz mientras que no se alcanza el umbral de racionamiento, y luego se vuelve brutal. Al obstaculizar la competencia bancaria mientras no existe una fuente de financiamiento alternativo para el sector privado, aumenta las asimetrías de información y deteriora la eficacia microeconómica de la banca. Finalmente, puede exacerbar la inflación en lugar de acabar con ella, si bloquea el crecimiento de las capacidades de producción.

El anclaje monetario: la búsqueda del Santo Grial por parte del Bundesbank

El Bundesbank es el Banco Central que más completamente ha explotado la idea de que el anclaje monetario está en el comportamiento de los agentes económicos respecto a la liquidez y que la estabilidad de dicho comportamiento resulta de la confianza de los agentes en los principios de acción del Banco Central mismo.

A pesar de las apariencias, esta concepción se desmarca de la de los teóricos monetaristas. Para éstos, la política monetaria sólo plantea un problema técnico: construir un agregado que sea estadísticamente observable en la periodicidad mensual; tomarlo como objetivo intermedio; determinar el crecimiento óptimo de ese agregado en un trimestre o un semestre; actuar sobre la base monetaria con intervenciones en el mercado para hacer variar la tasa de interés a corto plazo, de manera que se utilice la estabilidad del comportamiento de la demanda de moneda para reabsorber las variaciones constantes entre el valor observado del agregado y su valor objetivo [Friedman, 1968].

En esos comunicados y en las exposiciones de sus métodos, el Bundesbank indicó en numerosas ocasiones que no conside-

raba la política monetaria como un problema técnico. Es una estrategia de construcción de la confianza que se apoya en “una cultura de estabilidad” en la sociedad [Issing, 1993]. La estabilidad de la demanda de moneda no tiene nada de natural. Resulta de la reputación que adquiere el Bundesbank en la garantía que ofrece para defender el anclaje nominal con continuidad y coherencia. Lo cual significa que el Bundesbank no pretende que sea posible respetar un objetivo cuantitativo a corto plazo. Lo que haría que la ley de Goodhart derribara ese objetivo: el solo hecho de querer controlarlo estrechamente desestabilizaría la demanda de liquidez concerniente a dicho agregado. Al señalar un objeto intermediario anual, el Bundesbank anuncia el marco de las acciones que va a emprender y con ello llama a la responsabilidad de todos los agentes económicos.

El anclaje monetario por anuncio público de un objetivo cuantitativo a mediano plazo adquiere todo su sentido en la economía social de mercado de Alemania. En ella, los ajustes macroeconómicos dependen de la búsqueda de compromisos y la conclusión de éstos, de mediaciones institucionales. Entre estas mediaciones se encuentran el aseguramiento de que el Banco Central va a conducir una política de refrenar tensiones inflacionistas y la amplia aceptación de esta línea de conducta en la sociedad. Por consiguiente, los grupos de interés organizados, con exigencias sobre la repartición del PNB, consideran los límites que el Banco Central juzgue razonables de fijar en la demanda global. La consideración de esta referencia común en las negociaciones sobre esa repartición de los ingresos y en la determinación de los precios permite aligerar las presiones inflacionistas sin pérdidas excesivas en producción y empleo.

El Bundesbank mantiene su reputación de guardián de la estabilidad monetaria porque logra convencer de su resolución de no dejar que se desarrollen las pujas que insertan las anticipaciones inflacionistas en los contratos plurianuales. A su vez, los tenedores de moneda conservan un comportamiento estable respecto de la liquidez porque pretenden esa reputación. Con ello,

hacen válidas las políticas del Banco Central. La estabilidad de la demanda monetaria, muy lejos de ser el resultado de un puro cálculo económico, expresa el juicio de los ciudadanos sobre la calidad del marco alemán. Ese juicio procede de una concepción normativa de la moneda: es el fundamento de un pacto implícito entre cada ciudadano y la sociedad en su totalidad, porque se vincula a la integridad del orden social. Por eso, la misión que tiene el Bundesbank de preservar la estabilidad del marco alemán se inscribe en la ley fundamental de la República Federal de Alemania.

La cantidad de moneda: el objetivo funcional del Bundesbank

La puesta en práctica de la política antiinflacionista se inscribe, entonces, en la evolución como objetivo a mediano plazo de un agregado monetario pertinente (agregado M_3 , que comprende las monedas y los billetes, los depósitos a la vista, los depósitos a un plazo menor de cuatro años, los depósitos de ahorro de los residentes con aviso anticipado de jubilación de tres meses). El anuncio del objetivo intermedio ofrece un marco común, tanto a los agentes privados como al gobierno [Issing, 1992]. La independencia del Bundesbank, respaldado por su reputación, le permite resistir a las presiones políticas y rechazar las demandas injustificadas. El Banco Central puede tener una flexibilidad pragmática, incluso cuando algunos *shocks* de excepcional importancia impiden la realización del objetivo, porque jamás siembra dudas acerca del seguimiento de sus principios.

El anexo siguiente describe formalmente el objetivo, la identificación de las variaciones y su interpretación respecto a la búsqueda del anclaje nominal. Se demostró claramente que el Bundesbank no sigue una regla automática. Su racionalidad consiste en hacer que los agentes privados reconozcan una norma de inflación cuya realización se considera para el largo plazo. Dicha realización depende de la capacidad del Banco Central para coordinar las anticipaciones privadas sobre la norma de inflación anunciada. El procedimiento elegido, con su periodicidad,

sus comunicados, su capacidad de focalización del debate monetario, es un ritual que recuerda la vinculación del Bundesbank al anclaje nominal e incita a que los agentes económicos extraigan las consecuencias.

La elección de un objetivo intermedio en este procedimiento se interpreta como un principio de acción que guía el ejercicio del juicio del Banco Central en la conducta de la política monetaria, en ningún caso como una regla automática. El principio de acción da credibilidad al Banco Central, porque evita que los observadores exteriores se engañen acerca del sentido de su juicio. La línea de conducta es eficaz en tanto mantenga la convergencia de las anticipaciones privadas sobre la norma de inflación anunciada por el Bundesbank, de suerte que la dinámica de ajuste de los precios converja efectivamente sobre esta norma tendencial.

El Bundesbank afirma que el objetivo intermedio cuantitativo es la mejor manera de poner en obra ese principio de acción. Pues, desde su punto de vista, se trata de la mejor mediación posible entre el anclaje nominal y la información necesaria para interpretar correctamente las desviaciones entre la evolución de los precios y la norma buscada.

El anexo muestra que esas desviaciones pueden responder a muchas causas. Una de ellas es una evolución de la masa monetaria que se desvía del objetivo intermedio. Pero también existen las inercias del ajuste de los precios, los *shocks* a corto plazo sobre la producción, las tasas de cambio y los precios de las materias primas, y la velocidad de circulación de la moneda. Finalmente, están los cambios estructurales que pueden afectar las previsiones del Banco Central sobre las evoluciones tendenciales de las capacidades de producción y las de la velocidad de circulación monetaria. La credibilidad del Bundesbank depende en grado crucial de su capacidad para discriminar entre las desviaciones de corto plazo y las inminentes desviaciones estructurales sin control.

**Definiciones del objetivo intermedio
e interpretación de las variaciones según el Bundesbank**

1. Definición del objetivo

Las variables consideradas a continuación se expresan en logaritmos.

Las primeras diferencias son las tasas de variación.

El objetivo monetario de un agregado que es M_3 desde 1988. El Bundesbank anuncia un corredor objetivo válido por cuatro trimestres. Para determinar la variación del agregado, convertida en objetivo en los cuatro trimestres próximos, el Bundesbank anuncia una norma de inflación, es decir, una evolución deseada de los precios ($\Delta \bar{p}$). También debe efectuar una proyección macroeconómica del crecimiento de la producción potencial ($\Delta \hat{y}^*$) y una previsión de la evolución a largo plazo de la velocidad de circulación de la moneda ($\Delta \hat{v}^*$).

El objetivo monetario resulta de la aplicación de la ecuación cuantitativa en los determinantes proyectados y normativos:

$$(1) \Delta \bar{m} = \Delta \bar{p} + \Delta \hat{y}^* - \Delta \hat{v}^*.$$

La elección de M_3 como objetivo intermedio es un compromiso entre su papel como transmisor de los impulsos monetarios y su contenido informativo como indicador. El Bundesbank lo considera suficientemente cercano a los instrumentos para ser controlable, y lo bastante cercano al objetivo final para relacionarlo con él.

Si el Banco Central logra hacer verosímil la norma de inflación que anuncia, ésta se convierte en una tasa de inflación de equilibrio en el sentido siguiente: es la tasa de inflación que se realizaría si la producción y la velocidad de circulación monetaria estuvieran en equilibrio dinámico al nivel de los activos líquidos efectivamente poseídos.

Se puede escribir entonces que: $\Delta \bar{p} = \Delta p^*$ donde p^* se vuelve la referencia de largo plazo de los agentes privados en la formación de sus anticipaciones sobre la evolución futura de los precios.

2. Ajuste dinámico de los precios y credibilidad del Bundesbank

Cuando las anticipaciones de los agentes privados se coordinan con las intenciones del Bundesbank, el ajuste de los precios comporta una fuerza de revocación proveniente de la variación de los precios constatados al nivel de los precios deseados:

$$(2) \Delta p = \Delta p^a + \alpha (p^*_{-1} - p_{-1}) + \varepsilon.$$

ε es un azar puro. La anticipación de inflación (Δp^a) es adaptativa y asintóticamente racional:

$$(3) \Delta p^a = (1 - \lambda) \Delta p_{-1} + \lambda [\gamma_1 \Delta p^* + \gamma_2 \Delta c]$$

donde Δc es la variación del costo de producción que comprende el costo salarial y el costo de los productos importados, el cual depende de la tasa de cambio efectiva del marco alemán, y donde $\gamma_1 + \gamma_2 = 1$.

La anticipación de inflación es asintóticamente racional porque la norma de inflación se realiza a largo plazo. En efecto, cuando el ajuste se realiza conforme a las ecuaciones (2) y (3), se tiene que:

$$\Delta \bar{p} = \Delta p^*, p_{-1} = p^*_{-1}, \Delta c = \Delta p^* \text{ y } \Delta p_{-1} = \Delta p.$$

Por tanto: $\Delta p = \Delta \bar{p} + \varepsilon$.

Esta convergencia a largo plazo define la credibilidad del Bundesbank.

3. Variación del objetivo y desviación del objetivo final

El objetivo final es la realización de la norma de inflación. ¿Debe imputarse la desviación de la norma en la evolución a corto plazo de los precios a la no realización del objetivo intermedio? No necesariamente, porque los precios sufren otras influencias. En efecto, se puede descomponer en cinco elementos la desviación de la inflación de su norma:

$$(4) \Delta (p - \bar{p}) = \Delta (m - \bar{m}) - \Delta (y^* - \hat{y}^*) + \Delta (v^* - \hat{v}^*) - \Delta (y - y^*) + \Delta (v - v^*)$$

$\Delta (m - \bar{m})$ es la variación en la realización del objetivo intermedio.

$\Delta (y^* - \hat{y}^*)$ y $\Delta (v^* - \hat{v}^*)$ son errores en las previsiones tendenciales de la producción y de la velocidad de circulación. Resultan de cambios estructurales que implican una revisión del objetivo intermedio desde que se localizan esos cambios.

$\Delta (y - y^*) + \Delta (v - v^*)$ son variaciones de corto plazo en el equilibrio dinámico de largo plazo que busca el Bundesbank. Son las consecuencias normales del procedimiento en cuestión. Estas variaciones no tienen efectos duraderos si los valores tendenciales de las variables se prevén correctamente.

A corto plazo, los conflictos de repartición o distribución que resultan de los *shocks* temporales alteran el ajuste de los precios. Estos conflictos pueden llevar a demandas exageradas sobre el producto nacional. El Banco Central debe cuidarse de compensar inmediatamente los impulsos inflacionistas resultantes, pues los parámetros de la ecuación de los precios y la intensidad con la cual afectan los *shocks* a las anticipaciones no pueden conocerse con precisión. Además, los costos en pérdida de empleos y de producción de una voluntad de estabilización inmediata serían prohibitivos. El Bundesbank lo sabe y sabe que los agentes económicos van a querer que sostenga firmemente su objetivo intermedio. Con lo cual, el Bundesbank comunica que se niega a acomodar permanentemente las demandas nominales excesivas

sobre el producto nacional. Al evitar alimentar el proceso inflacionista más allá del corto plazo, crea la fuerza de revocación que impide el deterioro del anclaje nominal.

Sin embargo, la fijación correcta del objetivo intermedio depende de la regularidad de las evoluciones tendenciales de las variables, cuya previsión se necesita para determinar la conveniente plaza de evolución de ese objetivo. Ahora bien, la búsqueda de la liberalización financiera modifica los comportamientos de los agentes privados respecto a la liquidez. De ello resultan sorprendentes inflexiones en la velocidad de circulación de la moneda. Por lo demás, esa es la razón por la cual el Bundesbank siempre desconfió de las innovaciones financieras. Pero Alemania podría quedar aparte de la integración internacional para preservar la competitividad de su puesto en las finanzas. Es posible preguntarse, entonces, si el Bundesbank podrá resistir a las transformaciones que obligaron a los países anglosajones a abandonar el uso de un objeto intermedio cuantitativo.

La política monetaria en lucha contra la inestabilidad financiera

Después de 1990, las variaciones de M_3 se volvieron erráticas en Alemania. A partir del otoño de 1992, se manifestaron todos los signos de una recesión, al tiempo que la progresión de M_3 superaba con amplitud la plaza objetivo. Cuando las perspectivas de una baja inflación se confirmaron y la disminución del PIB nominal se volvió incuestionable, el Bundesbank redujo progresivamente sus tasas de interés a pesar del rápido y desordenado incremento del M_3 .

Las perturbaciones de la relación entre los agregados monetarios, sea cual sea su definición, y el PIB nominal se produjeron desde principios de los años '80, en Estados Unidos. Desde los años '50 y hasta 1980, la velocidad de circulación de la moneda (M_1) aumentaba al ritmo tendencial del 3% por año, y sus fluctuaciones sólo tenían poca amplitud. Desde 1980, la tendencia se invirtió por completo. Ningún enfoque estadístico de búsqueda de una relación estable entre agregado monetario e ingre-

Los resultados no son mejores respecto a la relación entre agregado monetario y precio. Tras haber observado la fuerte aceleración de la cantidad de moneda M_1 entre mediados de 1981 y mediados de 1983, el papa del monetarismo, Milton Friedman, predijo una aceleración seria de la inflación entre 1983 y 1985. En realidad, la inflación siguió desacelerándose, ¡con lo cual aparecía una correlación negativa *ex post* con la variación de la cantidad de moneda! Esas sorprendentes evoluciones se encuentran para M_3 y para el endeudamiento total de los agentes no financieros. Todos esos agregados aceleraron su crecimiento durante varios años, mientras que la inflación se desaceleraba.

Estas dificultades de la política monetaria se relacionan con la liberalización financiera. Curiosamente, los mismos procesos que vuelven caducas las políticas monetarias fundadas sobre una estructura dual de las tasas de interés dificultan el control de los agregados que se había promovido en reacción al fracaso de los primeros.

La liberalización financiera actúa sobre los comportamientos respecto a la liquidez, al provocar brutales desplazamientos de los agregados monetarios y modificar las elasticidades de la demanda de moneda en relación con sus determinantes. Las brutales variaciones de los agregados monetarios provienen de las redistribuciones de cartera, cuando las innovaciones crean una gama cerrada de activos, sustitutos cercanos que ofrecen rendimientos estrechamente vinculados a las tasas de interés del mercado monetario. La sensibilidad de la sustitución de una forma de liquidez en otra se vuelve tan grande que es imposible sostener la política monetaria sobre la variación relativa de las tasas de interés. Se vuelve igualmente ilusorio que se sostenga sobre el control cuantitativo de un agregado, limitado, cuyas fluctuaciones dependen de una gestión dinámica de la liquidez sin relación con las variaciones del ingreso. Pero como la innovación financiera se vuelve un proceso normal de la competencia, el reordenamiento de los menús de activos se produce continuamente en

el tiempo. La presión competitiva, la reducción de los costos y el incremento del volumen de las transacciones financieras, sin relación con la evolución del PIB nominal, modifican la sensibilidad de la demanda monetaria a las variaciones del ingreso y de la tasa de interés, sea cual sea el agregado elegido para representar a la liquidez. De lo cual resulta que la palanca de la política monetaria sobre la economía parece que debe ser la variación del nivel general de las tasas de interés.

Pero la liberalización financiera no se contenta con poner en peligro, y hasta condenar, el uso de los objetos intermedios. También transforma los canales de transmisión de la política monetaria.

Canales de transmisión modificados y difícilmente controlables

Antes del desarrollo de las innovaciones financieras, se razonaba sobre un esquema estándar de transmisiones de la política monetaria por la tasa de interés en la economía estadounidense, donde los mercados financieros ya tenían importancia [Tobin, 1983]. Este esquema residía en los efectos de sustitución entre la moneda y los bonos financieros, de un lado, y entre el consumo inmediato y el consumo diferido, del otro. Una adquisición de bonos por parte del Banco Central desequilibraba a las carteras financieras de los agentes privados en los precios anteriormente vigentes, por sobreabundancia de moneda. El restablecimiento de la estructura de equilibrio de las carteras elevaba el precio de los bonos y, por tanto, reducía la tasa de interés. Esta disminución bajaba el precio de los bienes futuros en relación con los bienes presentes. De lo que resultaba una demanda suplementaria para los bienes de inversión, cuyos precios de mercado aumentaban en relación con sus costos de sustitución. La inyección monetaria provocaba entonces un incremento de los componentes de la demanda global sensibles a la tasa de interés, *vía* la disminución de ésta última.

Otros fenómenos reemplazaron completamente a este esquema estándar. Primero, la distinción entre moneda y bonos se

borró mediante una gama cada vez más provista de activos líquidos a tasas variables. Después, la sustitución intertemporal entre los bienes se debilitó por la poca sensibilidad de los gastos de bienes duraderos a la tasa de interés. Finalmente, los efectos de las fluctuaciones de los precios de activos y del crédito suplantaron a ese modo de influencia de la banca sobre la economía. El empeño de la política monetaria sobre las variables macroeconómicas se vio profundamente alterado. Los impulsos monetarios pasan por la influencia del nivel general de las tasas de interés. Pero los efectos son poco previsibles, difícilmente controlables y a menudo perversos.

Las tasas de mercado altas se vuelven directrices; las tasas deudoras de los bancos dependen cada vez más de ellas. Pero esas tasas directrices cambian mediante anticipaciones que no obedecen simplemente a las intenciones de las autoridades monetarias. Cuando las autoridades inclinan su política de manera que suba la tasa baja que controlan, como lo hizo la Fed en los EE. UU. (la Reserva Federal de Estados Unidos) (el Banco Central de Estados Unidos) a principios de 1994, la incidencia sobre las tasas altas depende del juicio de los mercados sobre el movimiento futuro de las tasas bajas. Si se interpreta la acción del Banco Central como una resuelta voluntad de disminuir la demanda global, las tasas altas pueden bajar inmediatamente. En cambio, si se interpreta como la incidencia de una tentativa demasiado tardía y tímida para frenar una coyuntura que se desboca, las tasas altas pueden aumentar en la espera de constricciones monetarias mucho más severas. Además, los mercados financieros integrados se influyen directamente. La primavera de 1994 vio una cascada de alzas de las tasas obligatorias en Europa, tras la rectificación de las tasas estadounidenses. Esta dependencia directa entre las tasas altas, bajo el efecto de un contagio de las anticipaciones que expresan el temor general de una falta de liquidez, aleja aún más las intenciones de los bancos centrales (hacer bajar las tasas en Europa) de sus efectos (la rectificación

prematura de las tasas altas al comienzo de una recuperación coyuntural).

La dinámica especulativa de los precios de activos determina un canal de influencia patrimonial de la moneda sobre la economía que los bancos centrales apenas pueden controlar. En efecto, el alza de los precios de activos se desencadena y mantiene mucho antes de que el índice de precios convencional muestre signos de inflación en el sentido corriente del término. El alza de los precios de activos aumenta la riqueza de los agentes de manera imprevista y conlleva un deseo de consumir. Desde una perspectiva monetaria, equivale a un crecimiento exógeno de la propensión consumista que el crédito financiaría. Si el Banco Central mantiene su tasa de interés baja, por no ver ningún signo de inflación, el crecimiento de la demanda monetaria que provocan las transacciones financieras y el incremento de consumo con ingresos dados se ajusta. De lo cual resulta una baja aparente de la velocidad de circulación de la moneda. La facilidad en liquidez se conjuga con el enriquecimiento de los poseedores de activos para alimentar la euforia especulativa, mientras que el crédito aumenta mucho más rápido que el ingreso. Se desarrolla una fragilidad financiera disimulada por la valorización de los activos patrimoniales; esa fragilidad ya es grande cuando los primeros signos de inflación, inducida por el incremento de gastos incitan al Banco Central a endurecer la política monetaria. En una situación de fragilidad financiera, ese endurecimiento puede tener consecuencias devastadoras. En todo caso, es difícil de dosificar.

El alza de las tasas de interés resultante actúa de manera perversa. La sustitución intertemporal del esquema estándar queda oculto por influencias mucho más poderosas, y en parte contradictorias. Al aniquilar la especulación, el alza de las tasas deprime profundamente los precios de los activos y hace frágiles los balances de los agentes económicos. Sus esfuerzos por reducir la fragilidad de sus balances suprimen los estabilizadores automáticos de la coyuntura.

La política monetaria tuvo demasiado éxito en provocar la recesión. Es difícil controlar su profundidad y duración. En efecto, el incremento de las cargas financieras en las cuentas de explotación de los prestatarios pesa sobre los precios de las mercancías corrientes, mientras que los precios de mercado de los bienes capitales se deprecian con la depresión bursátil. Al mismo tiempo, el deterioro de la solvencia de los méritos de crédito entraña una fuerte contracción de las aperturas de crédito nuevo. Se produce el fenómeno inverso de la fase eufórica: las condiciones financieras se conjugan para provocar una contracción de los gastos mucho más severa de lo que indicaría el ajuste del ingreso si la propensión a gastar siguiera constante, *a fortiori* de haber sido anticíclicas. De lo cual resulta una fuerte contracción de la masa monetaria, más importante que la del PIB, que reduce la liquidez aparente de la economía en tanto no se concluya el ajuste de los balances a tasas de endeudamiento más bajas.

La liberalización financiera hace, entonces, que la política monetaria pierda sus señales de referencias y sus brújulas tradicionales. Algunos bancos centrales, como la Fed (la Reserva Federal de Estados Unidos), convinieron en ello y abandonaron la definición de objetivos intermedios cuantificados. Otros, como el Bundesbank, están persuadidos de que los métodos puestos a prueba aún son válidos. En todo caso, el consenso doctrinal alcanzado a la vuelta de los años '80 se ha roto. La política monetaria es nuevamente un espacio de animados debates.

2. La política monetaria en la práctica

La política monetaria, que se preocupa del establecimiento y la renovación de la confianza es, ante todo y sobre todo, un asunto de palabra legítima. La institución encargada de la calidad de la moneda sólo es una autoridad si logra inscribir sus actos en un discurso que tiene un valor referencial imparcial para los agentes a quienes va dirigido. La autoridad monetaria debe probar siempre que obra por el bien común. Así mismo, es la cuestión económica, la política monetaria, la que pone en mar-

cha más teoría. Este es el instrumento de elaboración de una doctrina que actúa sobre las creencias para establecer la credibilidad del discurso oficial.

Jamás se debe olvidar la solemnidad que acompaña a la política monetaria, ni la universalidad que pretende, para comprender las tensiones que nacen de la confrontación entre la movilidad de las situaciones y la inflexibilidad de las doctrinas. Por eso, los disfuncionamientos dentro de un régimen monetario se presentan a menudo como conflictos doctrinarios. Igual que en la comunidad científica una acumulación de anomalías en la ciencia establecida precede a un cambio de paradigma, una acumulación de tensiones que no desaparecen en el régimen monetario vigente es el preludio de un cambio de doctrina. La diferencia es que, en el campo monetario, el criterio de legitimación de las doctrinas ya no es la verdad, sino la confianza. Tampoco tiene mucho sentido la noción de progreso. Desde hace dos siglos, no han cambiado los fundamentos de la teoría de la moneda. La oposición entre moneda endógena y moneda exógena sigue siendo la base de las diferencias doctrinales. Por consiguiente, los principios de legitimación de las políticas monetarias y la matriz del discurso de las autoridades se sustituyen en el tiempo en función de la orientación de las limitaciones dominantes que encuentra la política monetaria. La sucesión de las doctrinas monetarias en primer plano de la escena da la impresión de un péndulo más que una flecha temporal.

Los años '70 y '80 experimentaron cambios de esa doctrina, porque las transformaciones financieras fueron particularmente intensas. Las inflexiones en los principios son las que dirigen la modificación de las prácticas. Y hay que comprender a las primeras para dar cuenta de las segundas.

El advenimiento del dogmatismo fanático

En la segunda mitad de los años '70 adquirió mayor fuerza una contrarrevolución monetaria. Alemania en 1975, y Estados Unidos y Suiza en 1976, ya habían adoptado agregados moneta-

rios limitados como objetivos intermedios. Pero el rápido deterioro de la situación monetaria en Estados Unidos a partir de 1978 fue lo que permitió que el monetarismo puro y duro se impusiera como doctrina legítima.

Como vimos, los años '60 experimentaron sistemas financieros fuertemente reglamentados y separados dentro de marcos nacionales. La política monetaria buscaba controlar las tasas de interés a corto plazo. Pero sólo tenía un papel secundario en la doctrina de ese tiempo. El informe Radcliffe, elaborado a petición del Gobierno británico, había mostrado su escepticismo en cuanto a la estabilidad de los comportamientos sobre la liquidez y había negado cualquier pertinencia al uso de objetivos intermedios de los agregados monetarios [Radcliffe Report, 1959]. La doctrina dominante era la de *policy mix* y el objetivo final era el pleno empleo. Como el gasto público era el medio más eficaz para alcanzar ese objetivo, la política monetaria buscaba reducir el costo de endeudamiento público. Esta concepción regía sobre todo en Estados Unidos, que no tenían que preocuparse de restricciones en la balanza de pagos y menos aún de la tasa de cambio. En los otros países, la política monetaria podía conducirse a compromisos entre el financiamiento barato del crecimiento y la defensa de las tasas de cambio. La práctica de esos compromisos en las estructuras financieras reglamentadas puso a la política monetaria en la vía del marco crediticio en algunos países, y en otros, en la de la estructura dual de las tasas de interés y de la desintermediación.

Los monetaristas atacaron esta doctrina desde el surgimiento de la inflación, a finales de los años '60. Antes quedó demostrado, en efecto, que el insidioso deterioro del ancla nominal era el talón de Aquiles de ese régimen monetario. Pero las autoridades monetarias siguieron apoyando la ortodoxia de esa época, a pesar de que los medios académicos la cuestionaban. Lo que dio legitimidad oficial al discurso monetarista y conllevó un cambio total de estrategia fue la aceleración de la inflación estadounidense entre 1976 y 1979. El 6 de octubre de 1979, el presi-

dente de la Fed (la Reserva Federal de Estados Unidos), Paul Volcker, anunció que iba a poner en práctica un nuevo régimen monetario. El Banco Central sustituyó el control de las tasas de interés bajas por el de la base monetaria, más exactamente, el del monto de las reservas bancarias no prestadas, con vistas a reducir progresivamente el crecimiento de la masa monetaria para aniquilar la inflación. En el Reino Unido, la victoria conservadora de mayo de 1979 implicó un vuelco monetario inmediato: el control de los cambios se dismanteló, se suprimieron las prácticas oligopolistas de los bancos de *clearing* (compensación) en el mercado monetario, y se introdujo un objetivo intermedio cuantitativo.

La experiencia monetarista pura y dura equivalió claramente a un cambio de paradigma. El objetivo exclusivo de estabilidad de los precios fue racionalizado por un discurso teórico que afirmaba que la inflación no tenía una influencia favorable en el empleo. La política monetaria se desligó así de la preocupación por el empleo, a la vez que, paradójicamente, obraba en forma definitiva para ese empleo. Para que la nueva práctica monetaria se transmitiera eficazmente a la economía, había que liberalizar los precios de los activos financieros para permitir una diversificación óptima de las carteras privadas, de la que se esperaba una demanda agregada de moneda estable.

Finalmente, la política monetaria se convirtió en el motor de la regulación macroeconómica al cortar su dependencia de la política presupuestaria. En Estados Unidos, los dos campos evolucionaron independiente y conflictivamente. En el Reino Unido, se aplicó una estrategia financiera de medio plazo para intentar evitar que la imposición del objetivo monetario se tradujera en una alza demasiado extravagante de las tasas de interés y una valoración demasiado excesiva de la libra esterlina.

El integrismo monetario anglosajón se extendió de 1979 a 1982, e implicó efectivamente una rápida desinflación; pero el costo fue exorbitante. La desinflación misma fue ante todo, la consecuencia de una arrebatada voluntad política, que contó con

la adhesión de una amplia mayoría de la población. Pues el procedimiento del objetivo intermedio fue un fracaso total. El intento de controlar a corto plazo un agregado monetario limitado conllevó una inestabilidad del conjunto de los agregados mucho mayor que antes.

Pero lo que puso fin a esa experiencia, en agosto de 1982, al declarar el Gobierno mexicano su incapacidad para continuar pagando la deuda externa de su país, fue el costo social de esa política, una vez que se obtuvo la desinflación, y el peligro en que ponía a la seguridad del sistema bancario internacional. La credibilidad antiinflacionista se había fundado sobre el desencadenamiento deliberado de una profunda recesión, que acabó con el proceso de control formal de los salarios y aumentó drásticamente el desempleo. El brinco brutal y no anticipado de las tasas de interés sacudió fuertemente a las estructuras financieras y llevó a la crisis de la deuda internacional. El integrista monetario, poco confiable en su *modus operandi* y no suficientemente flexible en su conducta de los ajustes a corto plazo, daría paso a las repercusiones de la crisis financiera del verano de 1982.

La vuelta del pragmatismo ilustrado

El monetarismo dejó un legado: la convicción de principio de que la política monetaria debía asignarse por misión única la estabilidad de los precios. Con esa fuerza de posición, el debate se desplazó al terreno institucional. Entre 1982 y 1985 se trabajó intensamente en la teoría, pues ese período marcó la segunda etapa de la evolución doctrinal en materia monetaria. Se concluyó con la afirmación de que la confianza de los agentes económicos se preserva mejor con la independencia de los bancos centrales. El principio de independencia se ganó rápidamente a la opinión académica y se volvió progresivamente un tema de reforma institucional para los legisladores de los países europeos.

Como se demostró al estudiar la práctica del Bundesbank, la independencia del Banco Central es un principio que supera al dilema estéril entre la regla monetaria y la política discrecio-

nal. Pues, en un entorno financiero liberalizado, una multitud de *shocks* imprevisibles afectan la interacción entre el Banco Central y los agentes económicos. Igualmente la afectan las anticipaciones sobre las futuras políticas, que las interpretaciones de esos *shocks* dentro de los mercados parasitan. Y el Banco Central tiene también un doble grado de libertad, estratégico y táctico. Estratégicamente, puede elegir una regla de acción con su eventual expresión en un objetivo intermedio a mediano plazo. Tácticamente, y al juzgar situaciones concretas, debe determinar el grado de desviación (respecto al régimen anunciado) que sensatamente puede tolerarse para absorber los *shocks*. La credibilidad es la capacidad del Banco Central para que se reconozca su determinación de preservar el régimen monetario en el cual ha comprometido su estrategia, a pesar de las desviaciones que consiente para absorber los *shocks* en las mejores condiciones posibles. Por tanto, en una jerarquía lógica, la regla y el juicio discrecional son complementarios, no sustituibles.

La independencia es la postura institucional más eficaz para hacer real esta complementariedad, porque protege al Banco Central de las influencias políticas inmediatas y de los conflictos de intereses económicos [Goodhart, 1988].

A medida que el debate monetario se desplazaba desde la regla automática hacia el principio de independencia, el Bundesbank reemplazaba las experiencias anglosajonas como modelo de eficacia. Este reconocimiento universal de la doctrina monetaria alemana es una pirueta de la historia. En efecto, el Bundesbank obtuvo al crearse un estatus *sui generis* en un país que quería exorcizar los demonios del pasado con la reducción del Estado. La fuerza de la moneda era tanto más el símbolo de identidad de la comunidad de los alemanes cuanto que la nación reunida bajo la protección del Estado, era un mito que reprimir en lo más profundo de la memoria. Pero ese estatus del Banco Central, absolutamente particular porque daba a la independencia una cualidad normativa que no se encuentra en Estados Unidos, por ejemplo, se convirtió desde mediados de los años '80 en el modelo tipo de la nueva ortodoxia monetaria.

Apenas hay duda de que el Bundesbank practica un pragmatismo ilustrado. Pero no parece que pueda copiarles en los países donde las finanzas de mercado tienen prioridad sobre las finanzas bancarias. Se trata entonces de darle un contenido adaptado a los dinamismos financieros que marca la vuelta del ciclo y la inestabilidad endémica de los mercados, siempre con la forma institucional de la independencia del Banco Central.

En busca de una definición más completa de la estabilidad monetaria

Se puede admitir que el debate monetario se reglamente provisionalmente en el plano de los principios fundamentales. La independencia y la misión de preservar la estabilidad de los precios tienen una amplia aceptación. Desde finales de los años '80, el debate se situó en el terreno funcional. Las controversias se multiplican porque la definición pertinente de la estabilidad de los precios está lejos de ser evidente, el *modus operandi* de la política monetaria no se establece claramente y el riesgo de sistema impide una separación cabal de la política prudencial y la monetaria.

Se observó anteriormente que las fluctuaciones de los precios de activos son una fuerza determinante del ciclo económico y que la mayor parte de la demanda de crédito responde a la adquisición de los activos bursátiles o reales (propiedades inmobiliarias, oficinas, partes de empresas desmembradas...). Son los precios de los activos los que preocupan a los prestatarios y es la tasa de variación de esos precios, no el costo de la vida, lo pertinente para calcular las tasas de interés reales que sostienen. Al utilizar la medida convencional de los precios, se sobreestima el nivel de las tasas de interés real en la fase creciente del ciclo y se lo subestima en la recesión, porque los precios de los activos son más volátiles que los precios de los bienes de consumo.

¿Qué se debe entender por estabilidad de los precios? ¿Qué índice de precios deben estabilizar las autoridades? Una posición lógica consistiría en extraer todas las consecuencias de la libera-

lización financiera. El índice del costo de la vida se vincula con la medida del bienestar del sector doméstico como consumidor. Si se cree que la liberalización financiera lo volvió capitalista, lo que hay que medir es su enriquecimiento. Un índice de precios más completo debería englobar los precios de los activos al lado de los precios de los bienes de consumo. Sin embargo, pocos economistas insisten en comprometerse por ese camino. Muchos aconsejan a las autoridades monetarias que consideren los precios de los activos como indicadores cuya información sería una guía para ajustar las tasas de interés a corto plazo.

Esta cuestión es un buen ejemplo de la doble dimensión estratégica y táctica de la política monetaria. A mediano plazo, su objetivo final es la estabilidad de los precios. Pero no basta para amortizar la fuerte inestabilidad cíclica de las economías de banca liberalizada. La política monetaria debe preocuparse de la acción contracíclica para minimizar la fragilidad financiera y las nefastas consecuencias de las sacudidas en los ritmos económicos sobre las inversiones irreversibles. Los bancos centrales deben tener también en cuenta las reacciones de los mercados con anticipaciones inflacionistas. Al repercutir de forma endógena los temores de inflación sobre las tasas de interés a largo plazo, la banca liberalizada cuenta con mecanismos automáticos que impiden el desarrollo de una inflación acelerada y duradera. Algunas alzas de precios de los bienes provienen únicamente de tensiones temporales en las capacidades de producción y no tienen repercusiones duraderas. Esas tensiones desaparecen por sí mismas, con la vuelta coyuntural que desencadena el alza de las tasas de interés.

Lo cual significa muy claramente que, si los bancos centrales llevan sus acciones al corto plazo con la lógica de los esquemas anteriores de la banca reglamentada, es decir, si siguen temiendo una progresiva aceleración de la inflación, frenarán el crecimiento permanentemente. En efecto, si se busca una estabilidad de los precios en todo momento, y no sólo al mediano plazo, y si la fluctuación de los precios es parte inte-

grante de las dinámicas cíclicas, la única manera de obtenerlo es conservar permanentemente algunas capacidades productivas sin actuar.

El *modus operandi* de las políticas monetarias contemporáneas se enfrenta entonces a un dilema. Si los bancos centrales no responden a las evoluciones de los precios de los activos, porque no ven tensión en la medida convencional de los precios, arriesgan el dejar que se propaguen dinámicas financieras insostenibles. Si reaccionan al menor estremecimiento del índice de los precios que quieren controlar, y si esas variaciones son endógenamente irreversibles, condenan a las economías a una falta de crecimiento. Para salir de ese dilema, el Bundesbank afirma que siempre es indispensable la señal de referencia que ofrece un objetivo intermedio. Otros bancos centrales, especialmente en los países anglosajones, consideran que los agregados no tienen la menor utilidad y hasta pueden inducir a error cuando la demanda de moneda es demasiado inestable.

El caleidoscopio de las prácticas monetarias contemporáneas

A principios de los años '90, el Reino Unido y algunos países introdujeron un objetivo cuantitativo de inflación, fundado en el índice del costo de la vida, que excluía el pago de los intereses sobre las deudas hipotecarias. Este objetivo se expresó en la forma de una plaza protegida por dos años. El instrumento de la política monetaria es la tasa de interés del mercado a corto plazo. La variación prevista por las autoridades entre la tasa de inflación anticipada para el futuro próximo y el objetivo se enfrenta a las anticipaciones de inflación de los agentes privados, tal como surgen de las informaciones que proporcionan los mercados financieros. Según el sentido de la variación, reducir el impacto posible de un alza o de una baja de las tasas de interés bajas sobre la futura inflación consistiría en repercusiones que pasan por la variación de los precios de activos y de la tasa de cambio. Pero se ha visto hasta qué punto es incierta esta estimación, pues depende de la calidad de los contratos financieros existentes, por

tanto, del grado de fragilidad de los balances (relaciones matemáticas de endeudamiento y confiabilidad de la tarificación del riesgo). Por eso, según exista o no un riesgo de sistema endémico, una modificación de la política monetaria de una amplitud dada repercute con más o menos fuerza en la economía.

El enfoque inglés prueba a combinar un principio claro para fijar el objetivo final de la política monetaria, el ejercicio del juicio discrecional para formular la conducta apropiada en cada situación, el uso de las informaciones que proporciona el mercado y la consideración de los canales de transmisión propios de los sistemas financieros liberalizados. Se produce, entonces, la formulación más sofisticada de la regulación monetaria, lo que no significa necesariamente la más eficaz. Hay que prever especialmente la revisión anual del objetivo de inflación, si se presenta un *shock* con efectos duraderos en la estructura de los precios, efectos que no sería conveniente absorber sin una modificación de la tasa media de inflación, que sería demasiado grande para permanecer en el objetivo anterior.

Otros países, como Francia, eligieron tomar la tasa de interés contra una moneda referencial (el marco alemán para Francia) como el objetivo intermedio. Se trata aún de rechazar un anclaje mediante la cantidad de moneda y de buscarlo por medio de los precios. Según los países en cuestión, la elección de la tasa de cambio como objetivo intermedio se hace de manera concertada o unilateral, formal o informal, contra una sola moneda extranjera o contra una canasta de ellas. Las informaciones que ofrecen los mercados a través de la curva de las tasas de interés, según las duraciones de las disposiciones de inversión de capital, en comparación con las de las tasas del país de referencia, dan al Banco Central valiosísimas indicaciones sobre las anticipaciones de los mercados respecto a la tasa de cambio como objetivo con diferentes vencimientos.

La importancia de la interacción con los mercados se lleva al extremo en la política monetaria estadounidense. El Banco Central de Estados Unidos no formula ningún objetivo explíci-

to, ni en precio ni en cantidad. El ejercicio del juicio discrecional adquiere allí una importancia crucial. Pero se desarrolla dentro de un procedimiento cuidadosamente codificado. La conducta de la política monetaria a corto plazo recibe las directivas de una dirección colegiada (la Fed; la Reserva Federal de Estados Unidos) (Federal Open Market Committee) que delibera una vez al mes. La prensa, la comunidad financiera, el Gobierno, los grupos de presión y los medios académicos debaten y critican ampliamente los comunicados de ese comité. Una comisión especializada del Congreso interroga al presidente de la Fed (la Reserva Federal de Estados Unidos) dos veces al año, con el fin de evaluar el desempeño de la política monetaria. Se trata de la puesta en funcionamiento de un método en el que la credibilidad de las autoridades monetarias se forja, se preserva y se corrige mediante el procedimiento deliberativo mismo, fuera de cualquier norma predefinida.

Gracias a esta interacción explícita con la sociedad, el Banco Central puede desarrollar el uso de los indicadores y de las múltiples fuentes informativas para elaborar un juicio sintético, constantemente actualizado, sobre la situación de las tensiones de la economía nacional. Es una síntesis debida a la acción localizada, donde confluyen los datos del pasado reciente y las indicaciones sobre las anticipaciones de los mercados. La posición en ese ciclo juega un gran papel en ese juicio, así como el conocimiento de las reacciones de los mercados y la experiencia de la incidencia macroeconómica de los riesgos que estancan al sistema financiero. La Fed (la Reserva Federal de Estados Unidos) es un ejemplo vivo de una política en el pleno sentido del término: una conducta que busca actuar sobre una realidad social, a la vez que ésta la conforma.

Conclusión

LA REORGANIZACIÓN DE LA BANCA

La globalización financiera se mueve al son de fuerzas contradictorias. Por un lado, existen tendencias homogeneizantes: un mercado al por mayor de la liquidez a escala mundial, la desregulación financiera contagiosa, la competencia eliminadora de las separaciones entre los bancos y el resto del sector financiero. Pero, por el otro lado, siguen existiendo sistemas financieros diferentes, sin que se pueda pretender que los principios de organización que reclaman para ellos vayan a dar paso a un tipo universal de banca.

En los distintos tipos de sistemas financieros, seguirán coexistiendo en diversos grados mercados públicos de bonos o valores y de intermediación voluntaria, bancos y otras instituciones financieras. La razón de esta variedad se inscribe en la naturaleza misma de la relación de crédito: una relación hacia la cual la información e incitación de las partes son intrínsecamente asimétricas. De lo cual resulta que la competencia en la banca es irreductiblemente imperfecta y la unión de los mercados incompleta. Por eso, una mayor competencia no lleva necesariamente a mejorar el desempeño de los sistemas financieros. El dilema entre la baja de los costos y la preservación de la estabilidad global implica elecciones estructurales, marcadas por preferencias nacionales, para encajar satisfactoriamente los espacios de competencia y las reglamentaciones o regulaciones.

La globalización financiera hizo que avanzaran las tendencias homogeneizantes en su primera fase a lo largo de los años '80. La tensión entre costo y estabilidad se desplazó hacia la búsqueda sistemática de la baja de los costos. Los desórdenes finan-

cieros se multiplicaron y terminaron en serias recesiones, que volvieron indiscutibles las necesidades de reorganización, más o menos agudas según la amplitud de las crisis anteriores.

En este libro hemos querido estudiar los sistemas financieros según criterios macroeconómicos. El financiamiento del crecimiento y el control del uso de los fondos que explotan las empresas para acumular el capital evidencian el papel esencial de los bancos. Como los recursos tradicionales de estos últimos han sufrido duramente por la exigencia de rendimiento de los ahorristas y la innovación en los instrumentos de las disposiciones de inversión de capital, los bancos buscan actualmente nuevas alianzas. Toca a las autoridades prudenciales hacer lo necesario, de suerte que la concentración financiera que se va imponiendo conlleve la asociación de las competencias y el mejor control y dominio de los riesgos, más que su propagación, la disimulación de las pérdidas y la explotación de las posiciones dominantes. Lo cual va unido a una armonización de las reglas prudenciales y una coordinación de las supervisiones. Este refuerzo de la política prudencial choca a las mentalidades profesionales bien establecidas. También debe superar las inclinaciones perversas de los gobiernos nacionales de entrar de pujas respecto a la desreglamentación para sostener los intereses en sus puestos financieros.

Al lado del desarrollo de la política prudencial, que quiere limitar la fragilidad de los sistemas financieros liberalizados, la política monetaria debe adaptarse al cambio radical de los mecanismos macroeconómicos. La banca administrada de los años '60 y '70 tendía a amortizar los ciclos de la producción y la inversión, pero también favorecer una inflación permanente, dotada de inercia y de poder de aceleración. La banca liberalizada desde los años '80 tiende a acentuar los ciclos de la producción y de la inversión, pero posee así mismo mecanismos de autorregulación de la inflación. Lo cual significa que las alzas temporales de precios durante el ciclo económico se corrigen con las variaciones endógenas de las tasas de interés. Pero esas correcciones pue-

den ser fuente de inestabilidad financiera debido a la extrema volatilidad de los precios de los activos financieros.

En este nuevo contexto, los objetivos de la política monetaria deben repensarse, y la estabilidad monetaria, redefinirse. A falta de haberlo hecho, los países europeos han conjugado una doble falla: una especulación financiera sin riendas a finales de los años '80, que las autoridades monetarias no hicieron nada por contener, por falta de atención a las indicaciones de los mercados financieros, y una recesión financiera indebidamente prolongada por una subestimación de la deflación, y luego por una errónea interpretación de cualquier variación en el alza del nivel general de los precios como un germen de inflación. Efectivamente, si en una economía de regulación cíclica se quiere realizar la estabilidad nominal de los precios en permanencia, en lugar de interpretarla como promedio sobre la base de un ciclo entero, la única manera de obtenerlo es sofocar la fase expansiva del ciclo de inversión. Una política monetaria concebida para sistemas financieros administrados y aplicada a sistemas financieros liberalizados sólo puede conducir a una insuficiente acumulación de las capacidades de producción nuevas; por tanto, a una falta de crecimiento.

La liberalización financiera terminó su época romántica. Las crisis ocurridas a la vuelta de los años '90 demostraron que los sistemas financieros no podían funcionar bien sin una reglamentación prudencial reforzada ni sin una guía de las autoridades monetarias. De un caso fortuito a otro, la política prudencial progresa penosamente: la percepción más aguda del riesgo de sistema conlleva la de la necesaria coordinación entre los países. La actualización de la política monetaria parece encontrar resistencias mucho mayores, por lo menos en la doctrina (si no en la práctica). Este es el campo donde la innovación se hace más necesaria.

BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA M.,
1991 «Épargne, innovations financières et croissance», *Revue d'économie financière*, n° 17, été.
- AGLIETTA M.,
1992 «Les dérapages de la finance japonaise», *Économie prospective internationale*, n° 51, 3^e trimestre.
- AGLIETTA M.,
1993 «Crises et cycles financiers: une approche comparative», *Revue d'économie financière*, n° 26, automne.
- AGLIETTA M., BRENDER A. et COUDERT V.
1990 *La Globalisation financière: une aventure obligée*, Économica, Paris.
- AGLIETTA M. et MOUTOT P.,
1993 «Le risque de système et sa prévention», *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 41.
- AGLIETTA M., COUDERT V. et MOJON B.,
1995 «Actifs patrimoniaux, crédit et économie réelle», *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 44.
- AKHTAR M. A.,
1983 «Financial innovations and their implications for monetary policy», *BIS Economic Papers*, n° 9.
- AOKI M. et DOSI G.,
1992 «Corporate organization, finance and innovation», in V. ZAMAGNI (éd.), *Finance and the enterprise*, Academic Press.
- ARTUS P.,
1990 «Le ratio Cooke et le comportement des banques», *Revue française d'économie*, vol. V, 1.
- ARTUS P.,
1993 «Croissance endogène, intermédiaires financiers et marchés», chap. 6, in *Théorie de la croissance et des fluctuations*, PUF, Paris.
- ARTUS P.,
1994 «Amplification de la récession par les comportements des entreprises et les taux d'intérêt réels: le cas de la France 1990-1993», *Document de travail n° O8/E, CDC*, juillet.
- ARTUS P., BISMUT C., PLIHON D.,
1993 *L'Épargne*, PUF, «Économie», Paris.
- BAGEHOT W.,
1962 *Lombard Street*, R. D. Irving, rééd.

- BARNETT W., GEWEKE J. et SCHELLK (eds),
1989 *Economic complexity, chaos, sunspots, bubbles and nonlinearity*, Cambridge University Press.
- BARKER D. et HOLDSWORTH D.,
1993 «The causes of bank failures in the 1980s», *Federal Reserve Bank of New York Research Papers*, n° 9325, août.
- BARRAN F., COUDERT V. et MOJON B.,
1995 «Transmission de la politique monétaire et crédit bancaire, une application à trois pays de l'OCDE», *Revue économique*, mars.
- BARRAN F., COUDERT V. et MOJON B.,
1997 «La transmission des politiques monétaires dans les pays européens», *Revue française d'économie*, vol. XII, 2, printemps.
- BARRO R. J.,
1989 «Interest rate targeting», *Journal of Monetary Economics*, n° 23.
- BERNANKE B.,
1898 «Bankruptcy, liquidity and recession», *American Economic Review*, mai.
- BERNANKE B.,
1983 «Non monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression», *American Economic Review*, juin.
- BERNANKE B.,
1993 «Credit in the macroeconomy», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol 18, n° 1, printemps.
- BERNANKE B. et BLINDER A.,
1988 «Credit, money and aggregate demand», *American Economic Review Papers and Proceedings*, mai.
- BERNANKE B. et LOWN C.,
1991 «The credit crunch», *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.
- BERNANKE B. et GERTLER M.,
1994 «The financial accelerator and the flight to quality», *NBER Working Papers*, n° 4789, juillet.
- BISIGNANO J.,
1993 «La réglementation prudentielle», *Revue d'économie financière*, n° 27, hiver.
- BLANCHARD O. et WATSON M.,
1984 «Bulles, anticipation rationnelles et marchés financiers», *Annales de l'INSEE*, n° 54.
- BLANCHARD O., RHEE C. et SUMMERS L.,
1990 «The Stock Market, profit and investment», *NBER Working Papers*, n° 3370, mai.

- BLINDER A. et STIGLITZ J.,
1983 «Money, credit constraints and economic activity», *American Economic Review Papers and Proceedings*, mai.
- BLINDER A.,
1987 «Credit rationing and effective supply failures», *Economic Journal*, n° 97, juin.
- BOISSIEU C. DE,
1987 «Mutations et fragilité des systèmes financiers», *Revue française d'économie*, vol II, n° 1, hiver.
- BORDO M.,
1990 «The lender of last resort: alternative views and historical experience», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, janvier-février.
- BORIO C., KENNEDY N. et PROWSE S.,
1994 «Exploring aggregate asset price fluctuation across countries», *BIS Economic Papers*, n°4, avril.
- BOURGUINAT H. et ARTUS P. (eds),
1989 *Théorie économique et crise des marchés*, Économica, Paris.
- BRI,
1993 «Prix des actifs et gestion des difficultés financières», *Rapport annuel*, chap. 7, juillet.
- BRIMMER A.,
1989 «Central banking and systemic risks in capital markets», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n° 2.
- BRYAN L.,
1989 *La Banque éclatée*, Interéditions, Paris.
- CANTOR R. et WENNINGER J.,
1993 «Perspective on the credit slowdown», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 18, n° 1, printemps.
- CASE K.,
1991 «The real estate cycle and the economy», *New England Economic Review*, septembre-octobre.
- COHEN D.,
1994 *Les Infortunes de la prospérité*, Julliard, Paris.
- COUDERT V.,
1990 «Les disparités internationales des comportements d'épargne», *Économie et Statistique*, n° 232, mai.
- CROCKETT A.,
1997 «The theory and practice of financial stability», *Essays in International Finance*, n°203, avril.

- DAVIS E. P.,
1992 *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Clarendon Press, Oxford.
- DAVIS P.,
1995 «Financial fragility in the early 1990's. What can be learnt from international experience ?», *LSA Financial Market Group Special Series*, n° 76, novembre.
- DIAMOND D. et DYBVIK B.,
1983 «Bank runs, deposit insurance and liquidity», *Journal of Political Economy*, vol. 92, n° 3.
- DIAMOND D.,
1984 «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, n° 51.
- DOW J. C. et SAVILLE I. D.,
1988 *A Critique of Monetary Policy: Theory and British Experience*, Oxford University Press.
- EICHENGREEN B. et PORTES R.,
1989 «The anatomy of financial crises», in PORTES et SWOBODA (eds), *Threats to International Financial Stability*, CEPR, Cambridge University Press.
- FAMA E.,
1985 «What's different about banks ?», *Journal of Monetary Economics*, n° 15, janvier.
- FAMA E. et FRENCH K.,
1988 «Permanent and temporary components of stock prices», *Journal of Political Economy*, n° 96, avril.
- FAZZARI R., HUBBARD R. et PETERSEN B.,
1988 «Financing constraint and corporate investment», *Brooking Papers on Economy Activity*, n° 1.
- FRIEDMAN M.,
1968 «The role of monetary policy», *American Economic Review Papers and Proceedings*, mai.
- FRIEDMAN B.,
1986 «Money, credit and interest rates in the business cycle», in GORDON (éd), *The American Business Cycle: Continuity and Change*, University of Chicago Press.
- FRIEDMAN B.,
1988 «Lessons on monetary policy from the 1980's», *Journal of Economic Perspectives*, vol. II, n° 3, été.
- FRIEDMAN B. et KUTTNER K.,
1992 «Money, income, prices and interest rates», *American Economic Review*, juin.

- GARBER P. et WEISBROD S.,
1990 «Banks in the market for liquidity», *NBER Working Papers*, n° 3381, juin.
- GARCIA G. et PLANTZ E.,
1988 *The Federal Reserve: Lender of Last Resort*, Ballinger Press, Cambridge, MA.
- GENOTTE G. et LELAND H.,
1990 «Market liquidity, hedging and crashes», *American Economic Review*, décembre.
- GERSCHENKRON A.,
1962 *Economic Backwardness In Historical Perspective*, Harvard University Press, Cambridge.
- GUELLEC D. et RALLE P.,
1995 *Les Nouvelles Théories de la croissance*, La Découverte «Repères», Paris.
- GÖNENÇ R.,
1993 «De la finance pour l'industrie à l'industrie pour la finance», *Revue d'économie financière*, n° 27, hiver.
- GOODFRIEND M. et KING R.C.,
1988 «Financial deregulation, monetary policy and central banking», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, mai-juin.
- GOODHART C.,
1988 *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.
- GOODHART C.,
1993 «La politique monétaire dans les années quatre-vingt-dix, objectifs et moyens d'action», *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 41.
- GREENWALD B. et STIGLITZ J.,
1988 «Money imperfect information and economic fluctuations», in KOHN M. et TSIANG S. (eds) *Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics*, Oxford University Press.
- Groupe Allocation internationale de l'épargne,
1991 *Épargner, investir, croître*, CGP, juin.
- GUTTENTAG J. et HERRING R.,
1986 «Disaster myopia in international banking», *Essays in International Finance*, Princeton, n° 164, septembre.
- HELLWIG M.,
1991 «Banking, financial intermediation and corporate finance», in A. GIOVANNINI et C. MAYER (eds), *European Financial Integration*, CEPR, Cambridge University Press.

- HOLSTROM B. et TIROLE J.,
1997 «Financial intermediation, loanable funds and the real sector», *Quarterly Journal of Economics*. vol. 62, n°3, août.
- HUMPHREY D.,
1989 «Lender of last resort: the concept in History», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* mars-avril.
- ISSING O.,
1992 «Theoretical and empirical foundations of the Deutsche Bundesbank's monetary targeting», *Intereconomics*, novembre-décembre.
- ISSING O.,
1993 «Central Bank Independence and Monetary stability», *Institute of Economic Affairs*, n° 89.
- JOHNSON R. A.,
1986 «Incomplete insurance, irreversible investment and the microfoundations of financial intermediation», *Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers*, n° 289, juillet.
- KALDOR N.,
s/f «Spéculation et stabilité économique», *Revue française d'économie*, vol. II, n° 3, été 1987, rééd.
- KAUFMAN G. (éd.),
1992 *Banking Structures in Major Countries*, Kluwer Academic Publishers.
- KINDLEBERGER C. P.,
1978 *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books.
- LAMFALUSSY A.,
1985 «Innovations financières, politique monétaire et stabilité des marchés», *Institut d'études bancaires et financières*, Paris, novembre.
- LEROY S.,
1989 «Efficient capital markets and martingales», *Journal of Economic Literature*, vol. XXVII, n° 4, décembre.
- MAAREK G.,
1997 *L'Économie de l'enlisement*, Économica.
- MANKIW N. G.,
1986 «The allocation of credit and financial collapse», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 101, n° 3.
- MAYER T.,
1982 «Financial innovation: conflict between micro and macro optimality», *American Economic Review*, vol. 72, n° 2.

- MAYER C.,
1988 «New issues in corporate finance», *European Economic Review*, n° 32.
- MINSKY H.,
1982 «The financial instability hypothesis, capitalist processes and the behaviour of the economy», in KINDLEBERGER et LAFFARGUE (eds), *Financial Crises, Theory and Policy*, Cambridge University Press.
- MISHKIN F.,
1991 «Asymmetric information and financial crises: a historical perspective», in R. HUBBARD (éd.), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago University Press.
- MISHKIN F.,
1994 «Preventing financial crises: an international perspective», *The Manchester School Supplement*, Blackwell Publishers.
- MULDUR U.,
1991 «Le financement de la R-D au croisement des logiques industrielles, financières et politiques», *Commission de la CE, Fast/Monitor, dossier prospectif*, n° 2, novembre.
- OGAWA K.,
1993 «Asset markets and business fluctuations in Japan», *Economic Planning Agency*, miméo, mars.
- ORLEAN A.,
1991 «Les désordres boursiers», *La Recherche*, n° 232, mai.
- ORLEAN A.,
1992 «Contagion des opinions et fonctionnement des marchés financiers», *Revue économique*, n° 43, juillet.
- PAGANO M.,
1993 «Financial markets and growth», *European Economic Review*, n° 37.
- PASTRÉ O.,
1992 *Les Nouveaux Piliers de la finance*, La Découverte, Paris.
- PATAT J.-P.,
1988 «Les autorités monétaires face à l'instabilité et aux nouveaux risques du système financier», *Revue d'économie politique*, 98, n° 5, septembre-octobre.
- PATAT J.-P. et BOZZI J.,
1993 «Les politiques monétaires au cours du cycle économique», *Revue d'économie financière*, n° 26, automne.
- PINDYCK R. S.,
1990 «Irreversibility, uncertainty and investment», *NBER Working Paper*, n° 3307.

- POLLIN R.,
1992 «Destabilizing finance worsened the recession», *Challenge*.
- RACHLINE F.,
1993 *Que l'argent soit*, Calmann-Lévy, Paris.
- RADCLIFFE REPORT,
1959 *Committee on the Working of the Monetary System*.
- ROMER P.,
1986 «Increasing returns and long run growth», *Journal of Political Economy*, octobre .
- ROMER P.,
1990 «Endogeneous technical change», *Journal of Political Economy*, octobre.
- SAYERS R.,
1957 *Central Banking after Bagehot*, Oxford University Press.
- SCHWARTZ A. J.,
1992 «Real and pseudo financial crises», in M. BORDO (éd.), *Financial Crises*, vol. I, chap. 1, rééd., Cambridge University Press.
- SCHLEIFER A. et SUMMERS L.,
1990 «The noise trader approach to finance», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, n° 2, printemps.
- SCHILLER R. J.,
1981 «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends ?», *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, juin.
- SCHILLER R. J.,
1987 «Investor behaviour in the october 1987 stock market crash: survey evidence», *NBER Working Paper*, n° 2446.
- STIGLITZ J. et WEISS A.,
1981 «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, juin.
- SUMMERS H.,
1986 «Does the market rationally reflect fundamental values?», *Journal of Finance*, 41(3), juillet.
- THOMAS J.-G.,
1981 *Politique monétaire et autodestruction du capital*, Économica, Paris.
- TIROLE J.,
1985 «Assets bubbles and overlapping generations: a synthesis», *Économetrica*, 53(5), septembre.
- TOBIN J.,
1983 «Monetary policy: rules, targets and shocks», *Journal of Money, Credit and Banking*.

- TOBIN J.,
1984 «On the efficiency of the financial system», *Lloyds Bank Review*, juillet.
- VINALS J.,
1991 «Innovations financières, réglementation et investissement», *Revue d'économie financière*, n° 17, été.
- VON THADDEN E.,
1990 *Bank Finance and Long Term Investment*, University of Basel, miméo.
- WEISBROD S., LEE H. et ROJAS-SUAREZ L.,
1992 «Bank risk and the declining value of the banking system in the US and in Japan», *IMF Working Paper*, n° 45, juin.
- WICKSELL K.,
1935 *Lectures on Political Economy*, vol. II, Routledge et Kejan.
- WOJNILOWER A.,
1980 «The central role of credit crunches in recent financial history», *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.
- WOODFORD M.,
1987 «Expectations, finance and aggregate instability», in KOHN M. et TSIANG S. (eds), *Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics*, Oxford University Press.