

**LA RELEVANCIA CRECIENTE  
DE LAS BOLSAS EN EL MUNDO.  
UN NUEVO ESCENARIO**

**Antonio Torrero Mañas (1)**

**Documento de Trabajo nº 1 / 2005**

(1) Universidad de Alcalá. Dpto. De Estadística, Estructura Económica y O.E.I.

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

## **RESUMEN**

*El objetivo del trabajo es triple: en primer lugar, dejar constancia de los cambios cuantitativos y cualitativos que se han producido en las bolsas de valores, en especial en los mercados de acciones; en segundo término, exponer los factores que han inducido a cambios de tal entidad; por último, aludir a las consecuencias económicas y sociales que pueden derivarse del nuevo escenario.*

*Este documento de trabajo forma parte de un estudio más amplio que con el título previsto: “BURBUJAS E INESTABILIDAD” pretende contribuir a aclarar los motivos por los cuales las burbujas, en especial las financieras, son tema de actualidad así como los principales aspectos que deben preocupar de estos fenómenos.*

*El primer avance del trabajo en curso se publicó en esta misma colección: Burbujas e Inestabilidad: El Estado de la Cuestión. Documento de Trabajo n° 3/2004. Próximamente en Análisis Financiero (2005).*

## **ABSTRACT**

*This document has three objectives: firstly, to register the quantitative and qualitative changes carried out in the securities market, especially in the stock exchange; secondly, to state the factors leading to changes in such an entity; and finally, to point out the economic and social consequences that could arise from this new scenario.*

*This working paper is part of a wider research entitled “BUBBLES AND INSTABILITY”, which is intended to try and clarify the reasons why the bubbles, especially financial bubbles, are a current issue and one of the main aspects to be considered within these phenomena.*

*The first preview of this current document was published in the same collection: Bubbles and Instability: The State of the Art. Working Paper no. 3/2004. This will be released in Análisis Financiero (2005).*

## INDICE

1. EL CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS BURSÁTILES *	4
2. LA MEJORA DEL CLIMA DE OPINIÓN SOBRE LAS BOLSAS COMO INSTITUCIÓN ECONÓMICA	7
3. PRINCIPALES LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN RECIENTE QUE APOYAN A LAS BOLSAS COMO INSTITUCIÓN FINANCIERA	10
3.1. Bolsas y Crecimiento Económico	10
3.2. Reformas institucionales. La protección al inversor	15
4. FACTORES QUE EXPLICAN LA MAYOR RELEVANCIA DE LOS MERCADOS BURSÁTILES	19
4.1. Importancia económica de las bolsas	19
4.1.1. Las familias como accionistas. Efectos sobre el consumo	21
4.1.2. Efectos sobre la Inversión	23
4.1.3. Transferencia Internacional de Recursos	25
4.2. El crecimiento de la inversión institucional	27
4.3. Revisión de las funciones asignadas a los mercados bursátiles	30
5. UN NUEVO ESCENARIO	36
NOTAS	40
6. BIBLIOGRAFÍA CITADA	41

## 1. EL CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS BURSÁTILES \*

En los últimos 25 años se ha producido un aumento extraordinario en las magnitudes bursátiles. En los países desarrollados, la importancia económica de los mercados de acciones, tomando como indicador la capitalización de las empresas domésticas cotizadas en relación al producto nacional, ha evolucionado como muestra el cuadro nº 1:

**Cuadro nº 1. % Capitalización Bursátil/Producto Nacional**

	1980	1990	1999
Europa Continental (media aritmética)	17'36	47'09	114'54
Reino Unido	38'00	81'00	225'00
Estados Unidos	46'00	54'00	152'00
Japón	33'00	164'00	95'00

Fuente: A partir de Rajan y Zingales 2001, pp. 61. Tabla 3.

Los datos son elocuentes. El valor de las acciones en relación al Producto Nacional se ha multiplicado entre 1980 y 1999 por 3'3 en los Estados Unidos, por 5'9 en el Reino Unido y por 16'6 en Europa Continental. El único país industrial con crecimiento más reducido (2'8) es Japón donde se produjo una fortísima baja de las cotizaciones en la década de los noventa, corrigiendo los excesos de la burbuja bursátil de la década anterior (Torrero 2003).

En este aumento de peso económico de las bolsas en los países industriales la tendencia se aceleraría en la década de los noventa. Entre Diciembre de 1994 y Marzo de 2001, esto es, recogida ya la corrección de las cotizaciones del 2000-2001, el porcentaje de capitalización sobre el Producto Nacional se había multiplicado por 3'5 en Francia, por 2'6 en los Estados Unidos y duplicado en el Reino Unido; en Japón aparecía estabilizado (Edison y Slok, 2001a, p. 7).

En conjunto, en la década de los noventa la capitalización global de las bolsas se ha triplicado, experimentando un progreso mucho más rápido que los depósitos bancarios y el crédito. Al tiempo, la implicación directa de las familias en la tenencia de acciones ha aumentado de forma extraordinaria en los países desarrollados, en porcentaje sobre la renta disponible, en todos los países (excepto Japón). Este protagonismo de las acciones “apuntala el propio sistema del capitalismo de mercado, al implicar a más personas en una apuesta más importante y directa en el éxito de las empresas... El nuevo siglo debe calificarse como la era de las acciones” (The Economist, 2001, p. 38).

Si en los países desarrollados el avance de las bolsas ha sido importante, mayor ha sido aún en los emergentes. Se han fundado bolsas donde no existían, y han cobrado animación los mercados de acciones en los países en los cuales su importancia era reducida. Todo este proceso se aceleró también en la década de los noventa. El cuadro nº 2 permite apreciar la evolución del valor de mercado de las empresas cotizadas:

\* Agradezco las correcciones propuestas por los Profesores Muñoz Ciudad de la Universidad Complutense y Sánchez Real de la Universidad de Alcalá.

**Cuadro nº 2: % Capitalización Bursátil / Producto Nacional**

	<b>1990</b>	<b>1998</b>	<b>% Aumento</b>
Países Desarrollados	56'40	95'00	68'44
Estados Unidos	55'10	142'80	159'17
Japón	98'20	54'20	- 44'81
Alemania	22'90	38'90	69'87
Francia	26'30	46'00	74'90
Reino Unido	87'00	158'00	81'61
Países Emergentes	19'40	37'10	91'24
Total Mundial	51'80	81'60	57'53

A partir de Boutchkova y Megginson (2000, Tabla III)

Los países emergentes suponían el 2'5% del total de la capitalización mundial en 1983; el 6'5 en 1989 y el 6'3 en 1999. Excluyendo a los Estados Unidos, la participación de los emergentes en el total sería del 5'6%; 6'5%; y 11'9 respectivamente. Los datos siguientes pueden perfilar la magnitud del cambio que se ha producido:

La participación de los Estados Unidos en la capitalización mundial era del 56'1% en 1983; en 1989 había descendido prácticamente a la mitad (29'9%) superada en ese año por Japón (37'5%). En la segunda mitad de la década de los noventa América se recuperó fuertemente por el extraordinario auge de las empresas tecnológicas, hasta llegar al 47'5% en 1999.

La bolsa japonesa era la más importante del mundo en términos de capitalización bursátil en 1989, año que fue la cima de la burbuja financiera; el descenso en la década de los noventa ha sido importantísimo situándose en el 13% del total mundial en 1999.

El extraordinario progreso del mercado en el Reino Unido recoge los efectos de la política de privatizaciones en ese país, la más importante junto con Japón, pero sin verse afectado por el desplome bursátil en la década de los noventa como en el caso nipón.

En este fenómeno de avance generalizado de la importancia de las bolsas, los distintos ritmos de crecimiento pueden parecer sorprendentes puesto que operan en contra de algunas ideas arraigadas. Los mercados bursátiles se consideran fundamentales en la organización institucional de los sistemas financieros de tradición anglosajona y, por otra parte, muchos analistas comparten la idea de que constituyen la fórmula más perfecta y evolucionada de la intermediación financiera. Sin embargo, los progresos relativos de los países emergentes y de los desarrollados con predominio de la intermediación bancaria en el sistema financiero han sido todavía mayores. Incluso en la vertiente más operativa de las bolsas, en el volumen de contratación, esto es en la liquidez que proporciona el mercado secundario, se advierte este fenómeno como puede apreciarse en el cuadro nº 3.

El avance de los países europeos continentales y de los emergentes no altera de forma importante el predominio abrumador de los mercados anglosajones. En el año 2000 el 46% de la capitalización bursátil del mundo correspondía a los Estados Unidos; Japón con el 13%; y el Reino Unido con el 8% ocuparon los tres primeros puestos. Francia y Alemania con un 4% se situaron a distancia considerable, y la bolsa española suponía un modesto 1% del total <sup>(1)</sup>.

**Cuadro n° 3. Volumen de Contratación. (Miles de Millones de \$)**

	1983	1989	1999	% Crecimiento 1999/1983
Países Desarrollados	1.203	6.297	35.188	2.925
Estados Unidos	797	2.016	19.993	2.509
Reino Unido	43	320	3.399	7.905
Japón	231	2.801	1.892	819
Países Emergentes	25	1.171	2.321	9.284
Total Mundial	1.228	7.468	37.509	3.054

Fuente: Sornette 2003. Tabla 0.1, p. xiv.

En este tipo de comparaciones parece oportuno hacer dos puntualizaciones. La primera, que esos porcentajes no son expresión del nivel de desarrollo de los países sino que responden, básicamente, a la organización institucional de los sistemas financieros en el sentido de que se polaricen en torno a los mercados o a la intermediación bancaria. Otra cuestión es que se haya producido en las dos últimas décadas un acortamiento de las distancias, consecuencia de la atención prestada al desarrollo de los mercados bursátiles en países en los cuales la intermediación bancaria es la base del sistema financiero.

Esa circunstancia debería tenerse en cuenta cuando se hace referencia a la distinta importancia de los mercados bursátiles en los 11 países integrados en el euro, que han tenido un crecimiento notable en la década de los 90, aunque la capitalización bursátil alcanzara el 85% del Producto Nacional Bruto, comparado con el 181% de USA o el 206% del Reino Unido (Wise Men, 200, pp, 9, 10).

La segunda cuestión es que puede ser útil contemplar estos procesos con una perspectiva temporal más amplia. En 1900 el porcentaje de participación de los países en la capitalización bursátil mundial era el siguiente: USA 22%; Reino Unido 12%; Francia 8%; Alemania 7%; Italia 5%; Japón 4%; y España 3%. El peso de Rusia era del 11% e India el 10% <sup>(2)</sup>.

La evolución responde, en algunos casos, a distintos niveles de crecimiento económico (India y Japón) o a convulsiones políticas (Rusia); pero también es interesante apuntar el retroceso relativo de los países europeos que no parece pueda imputarse al menor ritmo de crecimiento económico sino, más bien, a la opción por un sistema financiero orientado hacia la intermediación bancaria. Lo mismo cabe decir, en la dirección contraria, esto es favoreciendo a los mercados, en cuanto a la importancia creciente de los Estados Unidos.

Las investigaciones de Rajan y Zingales <sup>(3)</sup> ponen de relieve que el peso de las bolsas, en relación al producto nacional, en 1913 era mayor en Bélgica y Francia que en los Estados Unidos y que la evolución posterior no es consecuencia de las fuerzas del mercado, sino de medidas políticas a favor de una mayor o menor movilidad en el colectivo empresarial. En el caso de Europa las disposiciones se orientaron a favor a la estabilidad y defensa de las posiciones empresariales establecidas; el resultado fue la consolidación de las participaciones significativas en el capital de las empresas, a menudo en poder de los bancos, los cuales se comprometían en su financiación a largo plazo. En sentido opuesto, la legislación norteamericana ha favorecido la renovación de los directivos menos acertados y el ascenso de los mejor orientados.

Esta idea de la bolsa como institución dinamizadora fue ya propuesta por Weber (1896). El sociólogo alemán defendía el mercado de acciones en contra de los sectores conservadores (los agricultores se

oponían a la comercialización de las cosechas futuras) y también de los socialistas para quienes la bolsa era el símbolo de la iniquidad capitalista. Apuntaba Weber que “el comercio puramente especulativo, no solo es útil para la comunidad privada sino que cumple funciones de tanta importancia y utilidad como la igualación de precio y la distribución de bienes” (p. 17). Quizá sea oportuno añadir que, por aquel entonces, la regulación del comercio a plazo no se había desarrollado en ningún país tanto ni alcanzado tal nivel de complejidad como en Alemania.

## 2. LA MEJORA DEL CLIMA DE OPINIÓN SOBRE LAS BOLSAS COMO INSTITUCIÓN ECONÓMICA

El extraordinario crecimiento de las bolsas se ha debido a un conjunto de factores a los que aludiré más adelante. Estos factores han podido desarrollar su potencial al apoyarse en un cambio en el clima de opinión respecto a los efectos de las bolsas como institución. En las dos últimas décadas se han ido abandonando las reticencias que se habían instalado como consecuencia de la Gran Depresión; los mercados bursátiles fueron considerados entonces una institución con capacidad desestabilizadora y función económica reducida. De hecho, desde el final de la II Guerra Mundial hasta la década de los ochenta, las economías de mercado habían tenido un crecimiento económico notable sin que las bolsas mostraran un gran protagonismo. Este progreso había sido aún mayor en los países en los cuales era menor la importancia de las bolsas.

Durante décadas, la institución genuinamente capitalista, el símbolo de la economía de mercado, había jugado un papel secundario. De ahí, en un vuelco espectacular, se ha pasado a considerar en la actualidad a los mercados bursátiles como institución clave, no solo para los países desarrollados, sino para promover el progreso de los emergentes.

El cambio en las ideas sobre los efectos económicos y sociales de las bolsas se ha fundamentado en los siguientes puntos:

- a) **Revisión de la responsabilidad de las finanzas en la Gran Depresión.** La aportación de Friedman y Schwartz (1963) exculpaba a los mercados del desastre, imputándolo a la actuación errónea de la Reserva Federal que había actuado, además, intentando frenar un auge bursátil que consideraba tenía efectos negativos sobre la economía real <sup>(4)</sup>. La actitud intervencionista en el mercado bursátil y el fracaso en el mantenimiento de las magnitudes monetarias habían sido los principales responsables de la hecatombe. Otro puntal en la revisión serían las investigaciones que ponían en duda la sobrevaloración del mercado en la década de los veinte, medio siglo después, reivindicando la apreciación de Fisher al respecto.
- b) **Revisión de otros episodios de especulaciones desestabilizadoras.** Las ideas sobre los efectos nocivos de los mercados cuando se apodera de ellos una especulación desatada se habían alimentado de episodios como la burbuja de los tulipanes de Holanda, la del Mississippi, o la de los Mares del Sur, como ha señalado Garber (2000) <sup>(5)</sup>. Lo que denuncia este autor es la interpretación mitificada de unos acontecimientos que, aunque con excesos, estaban lejos de la irracionalidad atribuida que se incorporó a la cultura económica. Según

este autor, la intención al tildar estos episodios como de locuras e irracionalidades es justificar las políticas intervencionistas (p.12).

- c) **La crítica a la represión financiera y las propuestas de liberalización.** Los trabajos de McKinnon (1973) y Shaw (1973) son claves al enfatizar los costes de la intervención pública en el sistema financiero sobre el ahorro y la inversión. Con la pretensión de favorecer tipos de interés asequibles para actividades consideradas estratégicas, se situaron los tipos a un nivel artificialmente bajo y frecuentemente negativos en términos reales, perjudicando al ahorro al tiempo que se facilitaba una financiación barata de los déficit públicos. Se conseguía así una apropiación de renta del sector privado por el sector público e interferir en la escala de riesgos y recompensas que resultaría de un entorno liberalizado.

La inestabilidad ha acompañado con mucha frecuencia a los procesos de liberalización financiera <sup>(6)</sup> y la experiencia ha aconsejado mayores cautelas y reformas previas. Con todo, las políticas liberalizadoras han sido seguidas con generalidad puesto que en un entorno de liberalización internacional de los flujos de capital, la liberalización interna era obligada. El Banco Mundial (2001, p. 22) lo expone con precisión: “La liberalización financiera interna sería posible incluso sin la apertura de una economía a los movimientos internacionales de capital; cuando estos se producen, se hace, sin embargo, inevitable”.

- d) **El fracaso del sistema bancario como asignador de recursos a nivel internacional en la década de los setenta.**

El decenio de los ochenta se inició con el reconocimiento de los países emergentes más endeudados, de la imposibilidad de cumplir con las obligaciones financieras que habían contraído desde la segunda mitad de la década de los setenta, cuando se elevaron los precios energéticos. El proceso es bien conocido: los grandes bancos privados, especialmente los norteamericanos, intermediaron los cuantiosos fondos de los países exportadores de petróleo hacia los importadores, y en general hacia los demandantes de recursos financieros. La magnitud de la crisis de los bancos prestamistas obligó a las autoridades financieras norteamericanas a establecer programas que permitieran el ajuste de los balances bancarios.

Tres enseñanzas se derivaron de este episodio: 1) no podía confiarse en que el sector público y asimilados (empresas públicas) fueran deudores solventes; 2) la magnitud del endeudamiento no hubiera llegado a esos niveles de canalizarse los recursos a través de activos contratados, puesto que sus cotizaciones hubieran alertado de los excesos impidiendo la extraordinaria acumulación de deuda de los países emergentes; 3) la intervención de las autoridades norteamericanas consistió en la transformación de la deuda en bonos respaldados por el gobierno de los Estados Unidos (Plan Brady), susceptibles de cotización en los mercados, lo cual permitió la evaluación continua de la capacidad financiera de los países demandantes de fondos y facilitó que la nueva financiación se articulara sobre la base de activos cotizados. T.L. Friedman (1999, pp. 54-57).

- e) **El derrumbe de las economías socialistas.**

El derrumbe económico y social de los países socialistas consolidó al mercado como la única institución que permite orientar la economía sobre bases racionales y, sobre todo, evaluar continuamente las decisiones económicas adoptadas por los agentes. No puede



extrañar que en la nueva organización institucional de los antiguos países socialistas, inspirada en buena medida por expertos norteamericanos, el establecimiento de mercados bursátiles fuera cuestión prioritaria.

f) **La década de los noventa mostró la superior evolución de los países que tenían al mercado como eje fundamental del sistema financiero.**

En la década de los noventa el progreso de los Estados Unidos se ha ligado a la existencia de instituciones financieras flexibles que promovieron la asignación eficiente de los recursos y los extraordinarios crecimientos de la productividad. Lo contrario ha sucedido en Japón y Alemania donde siguieron empleándose recursos en actividades sin futuro, al retrasar los ajustes e intentar demorar que aflorasen las consecuencias de los errores cometidos. Los mercados permiten revisar de forma continua las decisiones lo cual es clave, sobre todo, en épocas de rápida transformación tecnológica. La financiación de actividades innovadoras por los mercados financieros que estimulan el capital riesgo, y la crisis bancaria de Japón y de los países del lejano Oriente, reforzaron el prestigio de los mercados y el descrédito de los bancos. Como expresivamente apuntan al respecto Carlin y Mayer (2000, p. 141):

“En lugar de ejercer la función de vigilancia y control que la teoría de la intermediación financiera les asignaba, la impresión es que los bancos se han situado en el centro de un sistema corrupto basado en las relaciones amistosas. La idea general ha pasado bruscamente de la admiración por sistemas que habían estado asociados con un alto y sostenido nivel de inversión y crecimiento, a una crítica severa por su falta de claridad y transparencia”.

Los seis aspectos citados ayudan a comprender la actualidad de los mercados bursátiles como institución económica. Al clima favorable han coadyuvado un conjunto de investigaciones realizadas directamente, o apoyadas por los principales centros de emisión y difusión de ideas económicas.

En ese cambio de orientación el Banco Mundial ha ejercido un papel importante. Entre sus informes de 1990 y 2001 se observan matices significativos: “Si las finanzas son frágiles, los bancos es su parte más frágil”. Las crisis pueden también producirse en los mercados bursátiles y no son inocuas “pero son menos perturbadoras que las crisis bancarias”. Los mercados de acciones quedan así como la institución clave a desarrollar y serían el brazo armado más importante de la liberalización financiera y de la imposición de un modelo determinado.

Las nuevas ideas del Banco Mundial defienden la creación de mercados financieros, *bien regulados* y abiertos a los inversores internacionales, como la fórmula más rápida para el desarrollo económico, puesto que permite a los países pobres el acceso a los mercados financieros de las grandes economías. De esta forma, en vez de depender de ayudas financieras y préstamos gestionados por organizaciones políticas, los empresarios locales reciben recursos directamente de los inversores privados, evitando las estructuras gubernamentales corruptas o ineficientes y liberando de esa servidumbre a los empresarios (Weber y Davis, 2000, p. 8).

Como han señalado los autores citados, el papel de las bolsas ha sido defendido por el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, por el Fondo Monetario Internacional y por el Banco Mundial. Los flujos de capital, con las bolsas como institución clave, ejercen una función sutil y reformadora de las instituciones:

“... en contraste con los flujos comerciales, los financieros pueden inducir directamente a cambios en la organización institucional. En tanto que a los consumidores de productos les puede ser indiferente si sus zapatos se hacen en Maine o Malasia... los inversores institucionales son muy cuidadosos en sus exigencias del gobierno de las empresas” (Ibidem, p. 3-4).

De manera que no se trata solo de canalizar capital, sino de inducir a reformas institucionales y sociales para que sea efectiva esa vía de captación de recursos. El modelo de referencia sería lo que Kaufman (1994, pp. 6-8) ha denominado como la “Americanización de las Finanzas” que implica: 1) incrementar la desregulación de mercados e instituciones; 2) aumentar rápidamente la titulización; 3) promover un mayor uso de los nuevos instrumentos financieros incorporando especialmente los derivados; y 4) fomentar la presencia creciente de los gestores de carteras, con libertad para actuar en todos los mercados y monedas, con una orientación de corto plazo, y sin mantener vínculos de permanencia con ningún mercado.

### **3. PRINCIPALES LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN RECIENTE QUE APOYAN A LAS BOLSAS COMO INSTITUCIÓN FINANCIERA**

Las líneas de investigación económica que, al tiempo, recogen y apoyan la tendencia dominante en la nueva organización financiera se basan en tres ideas fundamentales. En primer lugar, en la existencia de una relación clara entre la mayor utilización de mercados y activos financieros y el nivel de renta y, sobre todo, el ritmo de crecimiento económico. Especial relevancia se asigna a los mercados bursátiles en el progreso de la economía.

En segundo término, la organización institucional pasa a ser la clave para explicar el nivel de desarrollo de los países y sus posibilidades futuras. Singular atención se ha prestado a la tradición legal que favorece, en mayor o menor medida, la protección de los derechos de propiedad que es condición necesaria para el desarrollo de los mercados bursátiles.

Por último, se ha realizado una revisión de la importancia de las funciones realizadas por los mercados bursátiles. La nueva idea fuerza es la aceptación de una limitada función en la asignación de recursos, realzando, sin embargo, el papel de los mercados en la transmisión de información y en el control de la gestión empresarial.

#### **3.1. Bolsas y Crecimiento Económico**

En la década de los noventa se ha reactivado el interés por el papel que juegan las instituciones y mercados financieros en el desarrollo económico (7). Limitando la atención a los mercados bursátiles, las investigaciones han puesto énfasis en subrayar su papel como instituciones apropiadas para coadyuvar al crecimiento económico en los países emergentes, y en destacar también su importancia como variable explicativa del crecimiento económico en los más desarrollados.

Lo que se ha producido en la década de los noventa es una apreciación distinta de las posibilidades de los mercados bursátiles. Hasta entonces, las bolsas existían en los países con suficiente nivel de renta

capaces de generar ahorro. De los 49 países con bolsas en 1950, 24 estaban situados en Europa y 13 eran o habían sido colonias británicas. En la década de los años ochenta y, sobre todo, en la de los noventa tiene lugar una intensa etapa de creación de bolsas en todo el mundo (Weber y Davis, 2000, p. 58). En ocasiones no se trata de una creación ex-novo sino de la revitalización de mercados que tuvieron cierta importancia en otro tiempo. El caso más notable es el argentino con mercado bursátil desde 1872 pero que después de la segunda guerra mundial arrastró una existencia lánguida hasta su reciente despegue (Goetmann y Jorion, 1999).

Desde la década de los noventa se ha producido, asimismo, un auténtico aluvión de investigaciones sobre las relaciones entre finanzas y desarrollo económico. El trabajo de Goldsmith (1969) es referencia obligada, pero desde el decenio de los noventa se van abandonando las cautelas de este autor respecto a la dirección de la causalidad entre ambas variables para ir situando el acento en las finanzas como motor de crecimiento; dentro de los activos, instituciones y mercados, las bolsas ocuparían un papel cada vez más importante, tanto para canalizar recursos como para impulsar reformas modernizadoras de la legislación financiera.

En un estudio publicado al comienzo de la década de los noventa, fundamental en la nueva línea de pensamiento, Levine (1991) apunta a los dos argumentos clave: los mercados bursátiles aceleran el crecimiento económico por una doble vía; la primera, haciendo posible los cambios de propiedad en las empresas sin afectar al proceso productivo en las mismas; la segunda, ofreciendo a los agentes mayores posibilidades de diversificación de las carteras.

En esta dirección, el trabajo de Levine y Zervos (1996) sugiere que el nivel de desarrollo del mercado bursátil está positivamente asociado con el crecimiento económico. En otro posterior, los mismos autores (1998a) apuntan a que la capacidad de transmitir la propiedad en economías avanzadas, facilita la asignación eficiente de los recursos, la formación del capital y el crecimiento económico. También Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1998) encuentran relación entre ritmo de crecimiento económico y la actividad del mercado de acciones en la faceta de transmisión de títulos (mercado secundario) más que en la canalización de fondos (nuevas emisiones, o mercado primario). Los mismos autores, en un trabajo de 1996 realizado con una muestra de 30 países para el período 1980-1991 concluyen que en los países emergentes los avances del mercado de acciones no suponen merma del negocio de los bancos en la financiación empresarial sino que, por el contrario, inducen a una mayor actividad del sistema bancario. Bancos y mercados no aparecen, pues, como instituciones alternativas, o rivales, sino complementarias que refuerzan la actividad del conjunto del sistema financiero.

Esa idea de complementariedad es reforzada en la investigación de Demirgüç-Kunt y Levine (1996 a) utilizando datos de 44 países, emergentes e industriales, para los años 1986-1993. La distintas medidas del tamaño de los mercados bursátiles aparecen fuertemente correlacionadas con otros indicadores del nivel de actividad de instituciones financieras, bancarias y no bancarias, así como con empresas de seguros y fondos de pensiones: “Los países con mercados de acciones bien desarrollados tienden a tener también intermediarios financieros más importantes” (p. 293). Además de destacar ese desarrollo integral de las instituciones financieras, los mismos autores se muestran aún más explícitos y directos en un trabajo en el que pasan revista a diferentes aportaciones sobre el tema:

“Los nuevos trabajos teóricos muestran cómo los mercados de acciones pueden potenciar el crecimiento económico a largo plazo, y la nueva evidencia empírica apoya esta idea. De manera específica, el nivel de desarrollo de los mercados bursátiles es un buen predictor del crecimiento económico. Este aspecto es importante para el Banco Mundial y los directivos de países emergentes porque significa que en muchos países las reformas en los mercados de capitales deben de considerarse con alta prioridad en la agenda de reformas” (Demirgüç-Kunt y Levine, 1996b, p. 224).

El estudio econométrico de Rousseau y Wachtel (2000) emplea datos de 47 países y cubre el período 1980-1995. La conclusión es también nítida en el mismo sentido:

“Esta investigación (...) respalda fuertemente la idea de que los mercados de acciones profundos y líquidos han tenido un impacto persistente y significativo sobre el crecimiento económico” (p. 1934).

Entre los países incluidos en el trabajo citado figuran Francia, Italia, Holanda, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos, Japón, así como Jamaica, Jordania, Costa de Marfil, Kenia, Trinidad/Tobago y Zimbabue.

Debo confesar mi escepticismo respecto a la significación de los resultados de este tipo de trabajos que recogen datos de muy distinta magnitud y calidad para intentar cuantificar la relación entre las variables financieras y esa compleja estructura que genera el crecimiento económico. Con independencia de ese escepticismo, bastante extendido, de expertos que prefieren hacer referencia a la simultaneidad antes que aceptar relaciones cuantitativas definidas, y una dirección de causalidad determinada, lo cierto es que estos trabajos, como señalan Weber y Davis (2000, p. 9) han servido de soporte para la argumentación del Departamento del Tesoro, del Fondo Monetario Internacional, y del Banco Mundial, a favor de la liberalización de los mercados financieros. En cualquier caso, como ha apuntado Wachtel (2001, p. 359), lo que para muchos es fuerte evidencia de que el desarrollo financiero promueve el crecimiento económico ha contribuido al mayor interés de nuestra profesión en el funcionamiento de las instituciones financieras.

Los efectos de la liberalización de las bolsas de los países emergentes han sido analizados por Kim y Singal (2000). La atracción de capital extranjero y el propio desarrollo del mercado de acciones impulsan el crecimiento económico y la reducción del coste de la financiación exterior; el incentivo a la transparencia en el funcionamiento de la economía completan la lista de factores positivos. La mayor vulnerabilidad derivada de la posibilidad de una súbita huida de capital es el principal riesgo. El balance es, en definitiva, sumamente favorable.

De manera que en la investigación económica se ha impuesto la idea de la relevancia de las bolsas como motor para países emergentes, pero también como acelerador del crecimiento para los desarrollados. Siguen manteniéndose, no obstante, algunas posiciones críticas en cuanto a la idoneidad de los mercados bursátiles tanto para el crecimiento de las economías industriales como respecto a los países emergentes. La posición de Stiglitz es bien conocida a favor del protagonismo de la financiación bancaria y en contra de los mercados bursátiles, que pueden perjudicar incluso la función canalizadora del ahorro hacia la inversión por parte del sistema bancario. Stiglitz se encuadra entre los economistas que comparten las observaciones de Keynes respecto al potencial

distorsionador de los mercados bursátiles <sup>(8)</sup>, considerando con reticencia las consecuencias económicas de las bolsas; y aunque el análisis de Stiglitz se concentró en sus primeros trabajos en la capacidad de canalizar recursos y en la adecuada asignación a los sectores productivos <sup>(9)</sup>, en sus aportaciones de los dos últimos decenios incorpora al análisis la función de vigilancia de los mercados bajo el prisma de la información costosa e imperfecta y la selección adversa.

Según Stiglitz, si la función canalizadora de las bolsas es inapreciable en los países desarrollados con mercados secundarios líquidos, poco puede esperarse de los emergentes que carecen de ellos, de manera que no le parece que ofrezcan una alternativa realista a otras fórmulas de financiación, básicamente los créditos bancarios (Stiglitz, 1989). La concepción del economista norteamericano está muy influida por la experiencia de los nuevos países industriales del Este de Asia en los cuales el pivote esencial de la financiación fue el sistema bancario y los grandes conglomerados industriales ligados al mismo. Conviene anotar, de pasada, que las crisis financieras, bancarias e industriales de finales de los noventa no parecen haber alterado significativamente esta visión positiva de Stiglitz, que mantiene el argumento, difícil de rebatir, de que el ritmo de crecimiento y la rapidísima transformación de esas sociedades no hubiera sido posible con otro modelo de relaciones financieras. Stiglitz da un paso adelante y considera que “las mejoras en los mercados secundarios de capital pueden tener ante todo efectos adversos en los mercados primarios, en la medida en que supongan una reducción de los fondos disponibles en el sistema bancario nacional” (1993, p. 349).

La escasa capacidad de canalización de recursos es clave en la concepción de Stiglitz, y el fundamento de esta carencia reside en el distinto grado de información de emisores y compradores de activos. En los países desarrollados, esa diferencia de información provoca la desconfianza de los compradores puesto que si los directivos, que conocen bien la situación de la sociedad, optan por emitir nuevas acciones a los precios vigentes, es lícito sospechar de su sobrevaloración que aprovechan para vender. Si con una red institucional de prevención importante que intenta evitar o paliar estos abusos (auditorías, empresas de rating, etc.), se pueden dar esos atropellos, en los países emergentes, sin esas cautelas, el riesgo es mucho mayor (Stiglitz, 2000).

En el estudio que realiza Marone (2003) sobre los efectos económicos de la creación de numerosos mercados bursátiles en los países africanos en la década de los noventa, siguiendo las recomendaciones del Banco Mundial y de la IFC (*International Finance Corporation*), aún aceptando que haya una correlación positiva entre la aparición de nuevas bolsas y el crecimiento económico, no queda clara la dirección de la causalidad uniéndose al coro de escépticos respecto a los efectos económicos reales asociados a la creación de nuevos mercados. La crítica es aún más dura en Singh (1993):

“En esencia, este trabajo sugiere que puede argüirse que, incluso en países avanzados con mercados que funcionan bien, las bolsas es probable que generen más perjuicios que beneficios en la economía real” (p. 23).

Según este autor, la profusión de mercados bursátiles no responde a un nivel más elevado de desarrollo de las finanzas sino que es consecuencia de razones específicas, en concreto, de los programas de privatización (Singh, 1997, p. 777). Argumenta que los mercados de acciones son un símbolo muy fuerte del capitalismo, pero que la economía de mercado progresa mejor sin su hegemonía. En contra de las ideas del Banco Mundial, la expansión de los mercados no es

necesariamente la consecuencia del progreso en el desarrollo financiero; prueba de ello es que tal evolución no tuvo lugar en los principales países continentales de Europa, sin presencia importante de los mercados bursátiles, que sin embargo tuvieron cuatro décadas de fuerte crecimiento después de la Segunda Guerra Mundial (Ibidem, p. 780).

En cuanto a los efectos de los mercados de acciones sobre las economías de los países emergentes, Singh y Weise (1998) destacan como aspectos negativos: el cortoplacismo, la posible retirada brusca de los recursos, la incidencia sobre el mercado de cambios y la posible alteración de circuitos financieros establecidos:

“El predominio de los mercados de acciones puede debilitar a los grupos industriales y bancarios que han servido bien al crecimiento de los países emergentes, de manera particular en las dinámicas economías del Este y del Sudeste de Asia” (p. 618).

La desconfianza hacia los efectos económicos de las bolsas recoge la idea crítica fundamental del cortoplacismo de los mercados, en contraste con los compromisos más estables y a mayor plazo que implica la financiación del sistema bancario. Esta crítica se mantiene hasta los primeros noventa. Un buen ejemplo es el trabajo de Mullin (1993) en el cual, aún reconociendo la importancia para los países emergentes de la vía de financiación a través de los mercados, considera negativamente a las bolsas en la medida en que introduce una cultura que incentiva la falta de compromiso, que puede ser un obstáculo para invertir a largo plazo. La apelación a este argumento va disminuyendo al tiempo que cambia el acento desde la función financiadora de los mercados a la informadora, hecho perceptible a partir de la segunda mitad de la década de los noventa. Con la nueva valoración de los efectos, el menor compromiso deja de ser un hecho negativo para transformarse en beneficioso puesto que es expresión de la capacidad de los mercados para orientar las inversiones hacia los sectores más prometedores. Es una prueba, en definitiva, de la flexibilidad de los mercados en contraste con la mayor rigidez de los intermediarios bancarios, que persisten en errores de asignación empleando más recursos para no verse obligados a reconocerlos y afrontar las consecuencias.

La creación de nuevas bolsas, y la revitalización de otras, es un proceso paralelo a la globalización económica o, para ser más precisos, al papel asignado a los mercados financieros por lo que Weber y Davis (2000, p. 46) han denominado la visión americana de la globalización, en la cual las finanzas actúan como punta de lanza que obliga a realizar reformas favorecedoras de la mayor movilidad de los recursos. En los estudios que miden la incidencia de los procesos de liberalización bursátil, que se concretan en permitir que las empresas del país accedan a los mercados de valores exteriores, y que los inversores extranjeros puedan operar libremente en valores nacionales, el tiempo juega un papel fundamental. El impacto inicial es siempre positivo, puesto que la privatización y la liberalización implican la entrada de recursos que impulsan el crecimiento económico. Ese es el resultado de la investigación de Levine y Zervos (1998,b) que mide la evolución posterior a la apertura en 16 países emergentes. También en Martell y Stulz (2003) se aprecian efectos favorables en el primer año que sigue a la liberalización, pero se observa un declive posterior de esos efectos que se van diluyendo después del impulso positivo inicial, secuencia advertida también por Kim y Singal (2000, p. 27) en cuanto a los rendimientos de los títulos cotizados.

Este breve recorrido pretende contribuir a comprender la actualidad de las bolsas y el ascenso en la consideración que merece la institución a partir de la década de los noventa. No faltan voces críticas,

como he dejado constancia, pero la corriente de pensamiento predominante asigna un notable protagonismo a los mercados bursátiles como institución, lo cual constituye, en buena medida, una novedad. No se trata solamente de los efectos beneficiosos que se atribuyen a las bolsas en los países emergentes, sino que la dimensión de las magnitudes bursátiles, considerada ya índice de la flexibilidad de las economías, se erige en un argumento explicativo del potencial crecimiento de todos los países. Como la relevancia de los mercados financieros es superior en el mundo anglosajón, y la evolución económica en la década de los noventa de los Estados Unidos ha superado a la de las naciones desarrolladas con otros modelos de sistema financiero (Japón y Europa Continental), la conclusión fundamental esta servida.

Un observador tan significado como Wolf (2005, p. 28) expone la nueva situación creada a partir de la década de los noventa:

“Los años de relativo declive que sufrieron los países de habla inglesa y alta renta per capita tras la II Guerra Mundial finalizaron a principios de los años 90. Desde entonces, han evolucionado mejor que la mayoría de los países ricos y de prestigio y, sobre todo, que los cuatro países industrializados más importantes de habla no inglesa: Japón, Alemania, Francia e Italia. Entre 1991 y 2004, el producto interior bruto de Australia aumentó un 61%; el de EEUU un 53%; el de Canadá un 51%; y el de Reino Unido un 42%. En el mismo período, el PIB de la zona euro creció un 26%; el de Francia un 26%; el de Italia un 20%; el de Japón un 19%; y el de Alemania un 17%”.

La configuración de las finanzas americanas es, pues, el modelo a imitar. En la investigación de Gugler et.al. (2004, p. 149) se expone la cuestión con toda claridad al referirse al Gobierno de las empresas:

“La evidencia revisada en el apartado anterior, con datos del período más reciente, muestra con claridad que los sistemas Anglo-Sajones son los mejores para proteger a los accionistas, y que ello conlleva un mayor crecimiento macroeconómico. Este superior crecimiento sugiere que los países que no tengan el marco institucional Anglo-Sajón, si lo adoptan, pueden aspirar a mayores cotas de desarrollo” (p. 149).

No está de más recordar, para terminar esta breve reflexión, que estas ideas son justo las contrarias de las existentes al comienzo de la década, y que los cambios en la apreciación de la organización institucional han acompañado al éxito en el crecimiento de las economías en las distintas etapas. La prudencia es, pues, muy aconsejable respecto a la permanencia de las ideas aceptadas sobre los distintos modelos de organización financiera.

### **3.2. Reformas institucionales. La protección al inversor.**

Los modelos de control empresarial se encuadran en dos grandes grupos: los países con control externo (Estados Unidos y Reino Unido), o con control interno que Gugler et. al (2004, p. 130) subdivide en el modelo germánico, con accionista principal, y el japonés con intercambios de consejeros y participaciones cruzadas.

Las pautas fundamentales que orientan las reformas de los mercados bursátiles son, en líneas generales, las existentes en el modelo anglosajón. Una característica esencial de éste es la atomización del accionariado, esto es, la inexistencia en la mayoría de los casos de un accionista de referencia, bien mayoritario, o minoritario con posición efectiva de control. Los accionistas de referencia, a menudo instituciones bancarias, constituyen la situación normal en los países en los cuales la intermediación bancaria predomina en el sistema financiero, y son consecuencia de la escasa importancia de los mercados, aunque, según algunos expertos, constituyen una rémora que impide el desarrollo pleno de los mercados de acciones, entendido este como la convergencia hacia el modelo anglosajón tanto en su importancia económica como en su organización institucional.

La protección de los derechos del inversor constituye la clave de arco para la potenciación de los mercados de acciones. Es indispensable un marco jurídico y regulador que garantice los derechos del pequeño accionista de forma que la compra de activos financieros, y en particular de las acciones, sea una opción alternativa normal sin que existan mecanismos de apropiación de la riqueza por parte de directivos, o accionistas de referencia, que produzcan desconfianza en el inversor ordinario.

En los países anglosajones la protección al inversor se centra en reducir los conflictos de interés (problemas de agencia) entre accionistas y directivos; en los países en los cuales la situación normal es la existencia de accionistas de referencia, la protección tiene como objeto la salvaguarda del accionista ordinario de los posibles abusos de los que tienen el control efectivo. La valoración de la posición de control constituye, así, un índice significativo de la capacidad de apropiación de beneficios por el accionista de control. Dyck y Zingales (2002) han realizado una investigación de 412 transacciones que conllevan transferencia del control de las empresas en la década de los noventa; el valor promedio de la posición de control se situó en el 14% del precio de las acciones, pero con amplias diferencias que van desde el -4% de Japón al +65% de Brasil.

Es cierto que, en algunas ocasiones, los accionistas con posición de control proporcionan ayuda financiera a las empresas utilizando sus propios recursos, pero en general los datos muestran el predominio de la situación contraria, esto es, que tienden a extraer recursos o beneficios de las empresas participadas en países con débil protección para el accionista ordinario (E. Friedman, Johnson y Mitton, 2003).

La crisis de los nuevos países industrializados de Asia, y el estancamiento de Japón desde el estallido de la burbuja inmobiliaria y bursátil, han puesto de relieve las consecuencias que pueden derivarse de posiciones de control con mayor capacidad de apropiación cuando se articulan en grupos financiero-industriales con una unidad de dirección (*keiretsu, chaebol*), a través de precios de transferencia en bienes y activos en el interior de los grupos. Es importante destacar, como lo hacen Faccio et.al. (2001, p. 71) que no se trata sólo de una cuestión de justicia en la distribución de la renta y la riqueza sino que estas organizaciones pueden propiciar una asignación ineficiente de los recursos. Los accionistas de control es posible que emprendan proyectos de inversión con rentabilidad baja o negativa, si la capacidad de apropiación por otras vías compensa los bajos rendimientos de la empresa.

El grupo investigador encabezado por La Porta ha llevado a cabo numerosas aportaciones<sup>(10)</sup> sobre la idoneidad de las organizaciones legales de los países para el desarrollo de sus sistemas financieros. Como ha precisado Levine (2002, p. 4) no tratan estos autores de pronunciarse por los sistemas



basados en intermediarios bancarios o mercados, sino en poner énfasis en que el fundamento de las finanzas son contratos cuya validez real depende tanto de los derechos legales establecidos como en la garantía de su cumplimiento. La calidad de los servicios financieros y, por tanto, la asignación de los recursos depende del funcionamiento de la organización legal.

Limitando la atención a los mercados bursátiles, La Porta et al. utilizan una aproximación cuantitativa de los aspectos legales a partir de una clasificación de los países en cuatro grupos según su tradición legal: inglesa, francesa, germánica y escandinava. En cuanto a la protección del inversor, el mayor nivel corresponde al sistema legal inglés (*common law*) y el más precario es el francés (*civil law*), situándose, a estos efectos, los países incluidos en la tradición legal germánica y escandinava en una posición intermedia. La tradición civil es la más antigua, influyente y con mayor presencia en el mundo. Su origen es el derecho romano, utiliza el código como fórmula principal de ordenar el material legal, y los académicos tienen gran influencia en la aclaración y aplicación de las reglas; dentro de la tradición civil se inscriben los modelos francés, germánico y escandinavo. En la tradición de *common law* son los jueces los que resuelven los conflictos y sus resoluciones constituyen precedentes válidos (La Porta, 1996, pp. 1118, 1119).

El objetivo fundamental de las investigaciones de estos autores es demostrar que el grado de protección al inversor es decisivo para la importancia y eficiencia de los mercados bursátiles en los distintos países. La protección determina la dimensión de los mercados y la cuestión esencial es que la organización legal dificulte los abusos de directivos y de accionistas con control efectivo. Las cautelas legales no han de considerarse sólo en la legislación ordinaria que establezca los procedimientos comerciales en general y las sanciones a los infractores, sino en una normativa específica que regule la actuación de los agentes que actúan en el mercado bursátil, en especial los requisitos de emisión exigidos a las empresas, considerándose preferible que los organismos de control se establezcan mediante instituciones independientes.

El equilibrio de poderes y la independencia judicial, claves de la libertad política, son requisitos indispensables para la seguridad de los derechos de propiedad. Esta cuestión tiene, según los autores, implicaciones notables:

“Medimos la libertad económica como la seguridad en los derechos de propiedad, la levedad de las regulaciones públicas, y la moderación de la propiedad estatal. La medida de la libertad política es el nivel de democracia, de los derechos políticos y de los derechos humanos” (2004, p. 446).

El rigor y adecuación de la protección es el principal factor explicativo del nivel de distribución de las acciones. Rechazan, por tanto, estos autores la tesis de Roe (1994) que considera la amplitud de la distribución como la consecuencia de una política deliberada en los Estados Unidos en contra de la concentración del poder político en la empresa (La Porta et.al, 1999,a, p. 511).

Los efectos positivos derivados de una distribución amplia del capital se plasman en una mayor valoración de las acciones en el mercado (La Porta et. al, 2002, p. 1168). Una buena medida para reducir los abusos de posiciones de poder es fomentar políticas de altos dividendos puesto que reduce la autonomía financiera de los que ejerzan el control de las empresas <sup>(11)</sup>.

Los análisis del grupo encabezado por La Porta intentan ofrecer una explicación de por qué los mercados de acciones son fundamentales en unos países y no en otros; demostrada la superioridad del modelo anglosajón el camino queda expedito: los países que quieran potenciarlos deben reformar sus instituciones en línea con el anglosajón. La rapidez y profundidad de las reformas son inmediatamente reconocidas por los gestores de carteras institucionales que deciden la dirección de los flujos financieros en una u otra dirección.

El mensaje se considera válido para todos los países, tanto emergentes como industriales. La eficiencia de la organización legal condiciona la capacidad de obtener financiación externa para las empresas (Demirgüç y Maksimovic, 1996, 1998); no obstante, el ritmo de las reformas y, por tanto la rapidez en el acercamiento al modelo de referencia, difiere sustancialmente de unas naciones a otras. Morin (2000) ha señalado como Francia comienza a operar cada vez más según las pautas inglesas y americanas distanciándose progresivamente del modelo de capitalismo alemán y japonés. Las claves de la evolución francesa son muy significativas:

“... primero, pondrá fin, en el largo plazo, al sistema de participaciones cruzadas; segundo, se promueve la entrada de nuevos inversores, en especial los inversores institucionales extranjeros; tercero, los nuevos inversores incorporan nuevas normas de *management*” (p. 37).

En este último aspecto la cuota de participación de los extranjeros en la capitalización de las empresas francesas se ha incrementado de forma dramática, pasando del 10 al 35 por ciento entre 1985 y 1997. Los avances en la internacionalización en otros países han sido notables pero manteniéndose en cotas más moderadas: Reino Unido 9%; Japón 11%; y USA 6% (Ibidem, p. 41).

Los flujos internacionales de capital se sitúan en función, pues, de la amplitud de las reformas que se hayan realizado para acoger a los inversores institucionales. Montiel y Reinhart (1999) concluyen en su investigación que la profundidad de los mercados, medida por el número de empresas cotizadas, es el dato fundamental que orienta los movimientos de los inversores.

La actuación de instituciones multinacionales como la *International Finance Corporation* está siendo importante a favor de una mayor integración financiera internacional. Destaca, en particular, la promoción de fondos de inversión en acciones de países emergentes con objeto de captar recursos y facilitar la diversificación de los inversores institucionales de los países desarrollados (Lavelle, 2000).

La tendencia a la convergencia de pautas y normas hacia el modelo anglosajón se incentiva, además, debido a los requisitos exigidos por la bolsa inglesa y sobre todo norteamericana para admitir a contratación las acciones de otros países. Karolyi (2004) ha comprobado cómo las empresas más beneficiadas por el acceso de empresas extranjeras a Wall Street son aquellas con posibilidades y disposición para cumplimentar los requisitos exigidos por los ADR <sup>(12)</sup>.

La deriva hacia el modelo americano de finanzas implica una tendencia hacia la unificación del marco deseable tanto para los países emergentes como para los industriales con mercados bursátiles menos desarrollados. Son comunes los objetivos, la normativa legal, contable e incluso supervisora, y progresivo el nivel de integración como han comprobado Saunders y Walter (2002). Se impone,

pues, la tendencia hacia la uniformidad en un mundo globalizado, en el cual las finanzas actúan como la vanguardia que fuerza a reformas internas en esa dirección.

## **4. FACTORES QUE EXPLICAN LA MAYOR RELEVANCIA DE LOS MERCADOS BURSÁTILES**

### **4.1. Importancia económica de las bolsas**

En el primer apartado de este trabajo he dejado constancia del crecimiento de los mercados bursátiles en las dos últimas décadas. Corresponde ahora analizar los principales factores que han impulsado este progreso.

Una primera advertencia es que las contribuciones académicas han seguido con retraso a las rápidas mutaciones de los mercados financieros. En la mayoría de los casos, los estudios sobre finanzas-economía proporcionan la lógica explicativa de los cambios que se observan en la realidad económica, inducidos por la dinámica de los mercados y la evolución de las variables financieras. No siempre es así; en el campo concreto de la innovación financiera, los avances teóricos hicieron posible la generalización del empleo de los productos derivados<sup>(13)</sup>. Sin embargo, en el estudio de las relaciones entre finanzas y economía, o de forma más precisa, en los efectos macroeconómicos de las finanzas, los análisis se orientan e inspiran, normalmente, por los efectos observados de las variables financieras sobre la economía real.

He puesto énfasis en la rapidez con la cual se ha producido el ascenso de las bolsas; si, en general, es importante fechar los diagnósticos y aportaciones de los estudiosos, cuando los cambios se producen con celeridad, la preocupación cronológica es aún más necesaria.

Conviene advertir que la revolución acaecida en los últimos veinticinco años no constituye la aceleración de una tendencia previa; aparece, más bien, como una ruptura. De hecho, los mercados financieros en todo el mundo redujeron su importancia entre 1930 y 1980. Según Rajan y Zingales (2003b, p. 197) parte de la explicación reside en la disminución de los flujos internacionales de capital durante ese período; en ese entorno cerrado, la clase empresarial establecida suprimió las posibilidades que ofrece un orden financiero abierto y competitivo para el desarrollo de nuevos proyectos. De acuerdo con esta interpretación, la liberalización internacional de los movimientos de capital ha forzado la liberalización interna, promovido la competencia, y puesto en marcha una dinámica que potencia a los mercados financieros.

Permítaseme que recoja tres testimonios de las dos últimas décadas, que dan idea de las modificaciones que se han producido en la consideración de la bolsa como institución.

En 1984 dos destacadísimos economistas especializados en finanzas (Fisher y Merton) planteaban el objetivo de un trabajo, con el expresivo título: *Macroeconomic and Finance. The Role of the Stock Market*, centrándolo en el análisis de cuatro razones posibles que explicaran “la escasez de énfasis en la bolsa para el análisis macroeconómico del ciclo de los negocios” (p. 61). La primera, que parece existir una creencia generalizada, fundamentada empíricamente, de que la bolsa es un predictor débil de la tasa de inversión y otros componentes del Producto Nacional. La segunda razón, que suele considerarse al tipo de interés como un indicador adecuado del coste del capital, incluso en un

entorno de incertidumbre. La tercera, que muchos macroeconomistas creen que el análisis del ciclo de los negocios debe centrarse en variables más profundas como gustos y tecnología. La cuarta y última razón es “la desconfianza generalizada de que las cotizaciones de las acciones puedan servir como indicadores de la inversión, al considerar que los participantes en el mercado bursátil están mal informados, o las cotizaciones son significativamente influenciadas por olas irracionales de optimismo o pesimismo de los inversores” (Ibidem, pp. 60, 61).

Una década más tarde, en 1993, en un ensayo dedicado a la transformación del capitalismo financiero, Smith y Sylla introducen matizaciones interesantes sobre la trascendencia de los mercados bursátiles: “A pesar de la gran atención que reciben de medios audiovisuales y escritos, su influencia en la economía moderna no es tan importante”. En efecto, las empresas norteamericanas han obtenido entre el 60 y el 80% de sus necesidades financieras de los beneficios retenidos desde los años sesenta; el resto, de préstamos, con poca incidencia de las obligaciones e inapreciable la financiación procedente de las emisiones de acciones. “El mercado de capitales puede parecer en principio un asunto marginal, que facilita algunos recursos a las empresas y gobiernos, así como algún empleo” (Ibidem, p. 6).

Sin embargo, destacan los autores, la función de valoración e información es muy importante para juzgar los méritos de los directivos. Se observan signos de que los mercados recobran la relevancia del pasado:

“Conviene anotar que en algunos aspectos las instituciones de *Wall Street* y los mercados de hoy parecen mostrar una tendencia a retomar las destacadas posiciones que tuvieron hace casi un siglo. Pueden encontrarse comportamientos paralelos, ahora y entonces, en el sentido de que los financieros están utilizando las grandes masas de recursos a su disposición para reestructurar el panorama económico; para competir, vender, y controlar corporaciones; para cambiar el flujo de capitales internacionales desde y hacia los Estados Unidos; y en ese proceso enriquecerse” (Ibidem, p. 8).

La tercera referencia corresponde a la década actual. El avance de la presencia de los mercados bursátiles se aprecia ya en todas direcciones:

“... el mercado bursátil tiene un papel mucho más crucial en la economía actual que en cualquier momento del pasado. Por primera vez en la historia, alrededor de la mitad de la población en América posee acciones, directa o indirectamente, lo cual implica que, en un grado sin precedentes, el bienestar financiero de la población está ligado directamente al precio de las acciones. Muchos millones de personas dependen de la bolsa para financiar su jubilación, y la idea de que incluso los fondos de la Seguridad Social deberían invertirse en acciones ha ganado un nivel de aceptación que hubiera sido impensable no hace mucho tiempo” (Smith, 2001, p. 309).

Aludiré a continuación a los aspectos fundamentales que explican la importancia de las bolsas en la actualidad.

#### **4.1.1. Las familias como accionistas. Efectos sobre el consumo**

En las dos últimas décadas el efecto riqueza ha pasado a ser una variable de primer orden en la función de consumo; de forma especial se considera la incidencia de las fluctuaciones bursátiles. A la altura de 1975, el trabajo de Bosworth reflejaba la escasa entidad de la bolsa:

“En la amplia literatura sobre la demanda de consumo, sólo unos cuantos estudiosos se han centrado directamente en la influencia de las cotizaciones de las acciones y en los beneficios y pérdidas derivados de los cambios en las mismas. Además, los trabajos que han investigado esta relación difieren en su énfasis en dos mecanismos distintos por los cuales la bolsa puede afectar a la demanda de consumo. El primero, conecta con el comportamiento del consumidor según el modelo del ciclo vital y pone el acento en los cambios en la riqueza. El segundo, considera a la bolsa como un indicador de optimismo o pesimismo (sentimiento del consumidor) (pp. 258, 259).

El panorama cambia por completo en las dos últimas décadas. En todos los países (de nuevo la excepción es Japón por la razón ya apuntada) ha tenido lugar un aumento muy importante del balance de las familias. Han aumentado los activos en relación a la renta disponible, consecuencia de la revalorización de activos financieros y propiedades inmobiliarias, y también se ha incrementado fuertemente el endeudamiento. Un aspecto muy destacado es que ha progresado la proporción del activo cuyo valor está ligado a la marcha de los mercados. Esta evolución se ha debido al crecimiento de los planes de pensión privados y de los fondos de inversión; en estas instituciones la presencia de la renta variable ha aumentado en el período considerado, aunque siguiendo las fluctuaciones de las cotizaciones y de los tipos de interés.

El Cuadro nº 4 permite apreciar el aumento generalizado del Balance Financiero de las Familias y la aceleración de la tendencia desde 1980.

**Cuadro nº 4. % de activos y pasivos financieros de las familias en relación al Producto Nacional Bruto (Medias aritméticas)**

	1970	1980	1990	1998
Países Anglosajones				
Activos	173	146	200	280
Pasivos	46	49	70	73
Europa y Japón				
Activos	96	109	164	207
Pasivos	31	39	52	50

Fuente: E.P. Davis y B. Steil (2001, p. 31)

Países Anglosajones: Estados Unidos, Reino Unido y Canadá.

Europa y Japón: Francia, Alemania, Italia y Japón.

El aumento del balance de las familias es importante por tres razones interrelacionadas, como ha puesto de relieve el Informe elaborado por encargo del Grupo de los 10 (Heikensten et.al, 2002, p. 7): en primer lugar, la alteración en el precio de los activos produce una variación en la riqueza mayor que en el pasado en términos de ingresos de carácter recurrente; en segundo término, el mayor peso de activos con valoración de mercado es probable que aumente la sensibilidad en las decisiones de

gasto; por último, el aumento de ambos lados del balance implica un mayor riesgo de inestabilidad macroeconómica.

En el balance de las familias la presencia de las acciones es fundamental. Según Poterba (2000, p. 99) entre el final de 1989 y 1999 el valor de los activos de las familias americanas, en términos reales, se incrementó en cerca de 15 billones de \$ (millones de millones); mas del 60% del incremento se debió a la revalorización de las acciones. La importancia del efecto riqueza sobre el consumo ha sido considerable:

“Si 1 \$ de riqueza adicional generara 3 centavos de gasto adicional, el aumento neto de la riqueza de las familias entre 1995 y 1999 ha podido suponer una amplificación del consumo igual al 2’8%, aproximadamente, del ingreso disponible al comienzo del año 2000. Esto representaría un 3 por ciento de incremento en el gasto de consumo y un aumento de la demanda agregada en torno al 2 por ciento del Producto Nacional Bruto” (Ibidem, p. 108).

Estos cambios, de tanta trascendencia en la evolución de la economía norteamericana, explican la constante preocupación de la Reserva Federal en cuantificar sus efectos. Creo que no sería exagerado afirmar que en las decisiones del banco central de los Estados Unidos de los últimos diez años, han tenido, en ocasiones, un peso superior los efectos derivados de la valoración de los activos que la inflación, primer foco de atención de todas las autoridades monetarias. El Presidente de la Reserva Federal ha sido muy receptivo al fenómeno del aumento de la riqueza, a su incidencia sobre el ciclo económico, y son constantes las referencias a esta cuestión en sus declaraciones públicas. A comienzos del año 2000 señalaba que los gastos provocados por las revalorizaciones mobiliarias e inmobiliarias podían haber añadido el uno por ciento en promedio a las compras domésticas en la segunda mitad de la década, e impulsado las importaciones en casi el mismo porcentaje, así como el empleo y la inmigración (Greenspan, 2000, p.4).

En la década de los noventa ha sido fundamental el auge de los sectores tecnológicos, la llamada nueva economía, que engloba los sectores de Telecomunicaciones, Medios, e Información (TMT). Más adelante aludiré a la trascendencia de estos sectores desde el punto de vista bursátil. Es oportuno llamar la atención ahora sobre los efectos que la evolución de los precios de las acciones tecnológicas han tenido sobre el consumo. El trabajo de Edisón y Slok (2001 a) <sup>(14)</sup> presenta datos de los principales países tanto de la evolución de la capitalización bursátil sobre el Producto Nacional Bruto, como de la tenencia de acciones de las familias en relación a la renta disponible; ofrece estos mismos datos desagregados entre las empresas tradicionales y las incluidas en la Nueva Economía (TMT); recoge, además, no sólo los efectos del rapidísimo aumento en la valoración de este último segmento del mercado, sino también los que se produjeron con el desplome de las cotizaciones entre los meses de Marzo del 2000 y del 2001.

El efecto de la evolución de la riqueza bursátil sobre el consumo en los distintos países depende de la importancia de ésta sobre el Producto Nacional, y del peso de las acciones en el balance de las familias. Los datos de la década de los noventa, de forma particular en el período 1994-2001, recogen la pauta general ya advertida: en todos los países, excepto Japón, ha aumentado la significación de esos dos ratios; el ritmo de crecimiento ha sido superior en Francia y Alemania al del Reino Unido y USA, pero el Balance al final del período muestra que, pese al acortamiento de las distancias, las diferencias entre ambos grupos de países son todavía muy considerables y reflejan, en definitiva, una

estructura diferente de los sistemas financieros, aunque se adviertan signos de convergencia (pp. 6, 7).

Esas mismas pautas pueden observarse aún con mayor intensidad al considerar la capitalización de las empresas TMT sobre el Producto Nacional de los países. Entre Diciembre de 1994 y Marzo del 2000 el ascenso es notable siguiendo el patrón descrito; en el año siguiente, la dura corrección es también general quedando posteriormente la importancia de las TMT en cifras mucho más elevadas en los Estados Unidos y el Reino Unido que en Europa. Mención especial merece la evolución de Francia, donde de nuevo se observa un proceso de convergencia mayor que en el resto del continente, respecto a los países anglosajones.

Los autores citados destacan la mayor incidencia sobre el consumo de las variaciones en las cotizaciones sobre el gasto en las acciones de las empresas tradicionales en Estados Unidos y Reino Unido respecto a los países de Europa Continental, pero observan un comportamiento similar en cuanto a la alteración de precios de las acciones de las empresas TMT, sugiriendo que los consumidores consideran las variaciones de riqueza procedentes de la propiedad de acciones tecnológicas como más volátiles y no las incorporan, en la misma medida, a los hábitos de consumo (p. 16). La conclusión de los autores deja clara la trascendencia que han alcanzado los mercados bursátiles.:

“... el análisis sugiere una fuerte relación entre los mercados de acciones y el consumo en países con amplia distribución de la propiedad en las bolsas de mayor dimensión, y en aquellas en las cuales las opciones sobre acciones se utilizan en mayor medida como remuneración a los empleados” (p. 20).

En los países emergentes la importancia creciente de los mercados de acciones afecta también al consumo privado. Según la investigación de Funke (2002, p. 1), en el corto plazo, un 10 por ciento de caída de las acciones en términos reales se asocia a una reducción en el consumo real en torno al 0'1-0'3 por ciento de promedio en los 16 países que incluye. Estos efectos se han intensificado en la década de los noventa con el crecimiento del mercado bursátil.

#### ***4.1.2. Efectos sobre la Inversión***

En una investigación publicada en 1990, Morck et. al., se plantean la relación que existe entre la bolsa y la inversión. El trabajo contrasta empíricamente cuatro teorías que intentan explicar el nexo entre las dos variables. La primera teoría rechaza el protagonismo de la bolsa como informador o inductor de las decisiones de inversión de los directivos empresariales, con el argumento de que estos últimos disponen de mejor información. La segunda, acepta un protagonismo mayor del mercado de acciones puesto que los directivos utilizan las cotizaciones como indicadores que orientan respecto del futuro. La tercera, que es la más utilizada, establece la conexión a través del coste de la financiación externa de las empresas. La cuarta, por último, admite la influencia de las cotizaciones sobre las decisiones de inversión ya que los directivos han de contentar a los accionistas; en caso de no ser así, se incrementaría la probabilidad de una Oferta Pública de Adquisición que prescindiría de los directivos indiferentes (p. 158).

La investigación no arroja resultados contundentes, aunque rechaza la función financiadora y la predictora del mercado, advirtiendo, sin embargo, que el mercado bursátil recoge en sus precios la información disponible pero sin ejercer efectos sobre la inversión. En síntesis, “el mercado bursátil no es completamente secundario, pero no es muy fundamental” (Ibidem, p. 199).

El panorama cambia por completo cuando se consideran los efectos de la evolución de la bolsa sobre la inversión en la década de los noventa. En el estudio realizado al efecto por Edison y Slok (2001 b) se analiza la relación con un detalle por países desagregando el mercado bursátil en dos componentes: la bolsa tradicional, que ha tenido un incremento notable en los años noventa, y las empresas incluidas en el ya mencionado grupo de empresas TMT que han sido las protagonistas indiscutibles del *boom* bursátil.

La vía de conexión investigada es el descenso del coste del capital, en particular en las empresas dedicadas a la Información Tecnológica (IT) dado el aumento espectacular de las cotizaciones de las acciones. Como consecuencia, se ha producido una reducción considerable de lo que podría denominarse período de maduración para que las empresas adquieran dimensión suficiente, y cuenten con el historial necesario para apelar a la confianza de los inversores. Lo que se ha observado en la reciente revolución tecnológica es que las empresas acuden con mayor rapidez al mercado (Michelacci y Suárez, 2004, p. 476).

A lo largo de la década se produjo también un aumento extraordinario de nuevas emisiones de acciones en los Estados Unidos, así como en Europa, aunque sin alcanzar las cotas americanas. La explicación esencial de la diferencia reside en la orientación de los sistemas financieros anglosajones hacia los mercados, en tanto que Europa es mayor el peso de los sistemas bancarios.

Al mismo tiempo, el avance del sector tecnológico ha impulsado las transformaciones en el propio sector financiero. La demanda de estas empresas y la de bancos y otras instituciones financieras ha fomentado la tecnología de la información y la red de infraestructuras de telecomunicaciones precisas para la globalización. Según Revell (1997, pp. 64, 65) los cambios en las finanzas vienen inducidos por los de la industria; así, el surgimiento de los grandes bancos entre 1870 y 1920 se debió al cambio tecnológico de la industria hacia la concentración de la producción en grandes empresas, fuertes consumidoras de capital y con necesidad de financiación externa. Un fenómeno parecido ha tenido lugar en la década de los noventa, y el auge de las empresas TMT ha inducido a modificaciones en las finanzas.

No sólo los cambios en la industria inducen a variaciones en las finanzas. También se producen efectos en la relación inversa, esto es, las modificaciones en las finanzas también influyen sobre las empresas. Svaleryd y Vlachos (2005) han destacado cómo el sector financiero incide en la especialización industrial y en la competitividad internacional. Beck et.al. (2004) señalan, por otra parte, que el desarrollo de las finanzas ejerce un efecto positivo muy acusado en los sectores industriales en los cuales las pequeñas empresas tienen un papel fundamental. En definitiva, los avances industriales influyen sobre la configuración de activos, mercados e instituciones financieras; al tiempo, la sofisticación financiera produce modificaciones en la estructura sectorial de la industria.

Las conclusiones del estudio antes citado de Edison y Slok ponen de relieve la fuerte influencia del aumento de las valoraciones bursátiles en la inversión en la década de los noventa, en particular en



las empresas TMT en las cuales la incidencia es similar en los países anglosajones y en los del continente europeo. La respuesta parecida puede deberse, según los autores, a que la estructura de esos sectores es semejante y también en Europa han apelado a la financiación de los mercados. La situación es muy diferente en las empresas tradicionales, en las cuales se observa una incidencia más acusada de las mayores valoraciones bursátiles sobre la inversión en los países anglosajones que en Europa, donde es inapreciable. Los autores apuntan a que esta rigidez podría explicarse por la distinta legislación en Europa, la menor disciplina de las ofertas públicas, el mayor peso de los empleados en las decisiones empresariales y por un nivel de endeudamiento más elevado de las empresas (p. 13). El mensaje final de los autores corrobora la trascendencia económica que han alcanzado las bolsas y la mayor incidencia en el ciclo de los negocios:

“... las autoridades monetarias deberían vigilar estrechamente la evolución de los mercados con objeto de identificar cómo afecta al ciclo de los negocios y a las presiones inflacionistas. El análisis sugiere también que no es suficiente fijarse en índices amplios sino observar también el comportamiento de los diferentes sectores para detectar si existe tendencia para poner en marcha actividades a través de nuevas emisiones o de capital riesgo, lo cual puede reforzar el vínculo con el sector real” (p. 15).

En la década de los noventa han cobrado importancia los mercados bursátiles como canalizadores del ahorro a la inversión. Las nuevas emisiones de las empresas han alcanzado las cotas más altas ejerciendo un papel decisivo en la financiación de las empresas tecnológicas. Las inversiones masivas del sector de telecomunicaciones y, sobre todo, el impulso a las nuevas empresas del capital-riesgo, no hubiera sido posible sin mercados que facilitaran financiación y permitieran la anticipación de los brillantes beneficios previstos. Otra cuestión es que las expectativas de los sectores tecnológicos fueran desmesuradas y las inversiones, por tanto, superaran con mucho lo razonable. Los mercados bursátiles, en la década de los noventa, han cumplido la función financiadora que se les suponía, pero que había sido de muy escasa entidad en las décadas precedentes.

#### ***4.1.3. Transferencia Internacional de Recursos***

Como he señalado, a finales de los años ochenta comienza a disiparse la desconfianza que se había generado en la década, consecuencia del incumplimiento en el servicio financiero de la deuda de los países emergentes en el decenio anterior. La nueva provisión de recursos no se produciría, como en el pasado, básicamente en términos de créditos bancarios sino utilizando en, buena medida, activos financieros cotizados en mercados susceptibles de liquidación inmediata, lo que implica la participación de miles de inversores, esto es, mayor diversificación del riesgo. Al tiempo, el nivel de cotización informa continuamente de la situación de los deudores, lo cual permite calibrar el riesgo de cada país e impedir una acumulación excesiva de responsabilidades financieras, que dieran lugar, de nuevo, a situaciones traumáticas en prestatarios y prestamistas.

Con estas coordenadas, tendría lugar en la década de los noventa un incremento muy importante de la financiación a países emergentes utilizando activos cotizados en el mercado. La nueva situación sería consecuencia de los cuatro factores siguientes:

- 1) La necesidad de financiación de los países emergentes, impulsada en algunos casos, como en los países de Sudamérica, por la escasa capacidad de ahorro y de recaudación de

impuestos; en otros, como en el sudeste asiático, el gigantesco proceso inversor superó la generación de ahorro, con ser ésta importante.

2) La acumulación de recursos financieros en los inversores institucionales <sup>(15)</sup> con el protagonismo creciente de los fondos de pensiones, institución clave a la cual haremos referencia mas adelante.

3) La reticencia sobre la gestión de las empresas públicas, acentuada por el hundimiento de los países socialistas, propició los procesos de privatización de las grandes empresas en todos los países, tanto desarrollados como emergentes.

4) La nueva teoría financiera pondría de relieve la posibilidad de reducir el riesgo de las carteras mediante la diversificación, incluyendo la de carácter internacional, dada la escasa correlación en la evolución de los mercados emergentes y desarrollados.

Al final de los años ochenta un estudio del *World Institute for Development Economic Research* (WIDER) argumentó que los países en desarrollo deberían liberalizar sus sistemas financieros con objeto de atraer los cuantiosos fondos disponibles de los inversores institucionales, en particular de los fondos de pensiones. Efectivamente, se produjeron avances en esa dirección que dieron lugar a un flujo de recursos que superaba las previsiones más optimistas (Singh y Weisse, 1998, p. 607).

En el aumento de los flujos financieros tendrían especial importancia los materializados en la compra de acciones (2002) apunta las razones que las han impulsado:

“(...) el giro ideológico hacia la libertad de mercados en países emergentes; el acceso a infraestructuras de telecomunicaciones; la extensión de normas internacionales de supervisión bancaria y contabilidad; los cambios en la regulación que posibilitan a los fondos de pensiones, bancos, fondos de inversión y compañías de seguros de los países desarrollados, la inversión en el extranjero; la percepción de nuevas oportunidades de inversión muy rentables en los países emergentes; y la experiencia práctica asociada al desarrollo de los bonos Brady” (pp. 3, 4).

La creación y desarrollo de las bolsas ha estado muy ligada a los procesos de privatización. Perotti y Oijen (2001, p. 45) han subrayado que las privatizaciones, cuando se han realizado con éxito, han fortalecido los derechos de propiedad y la fe en las instituciones lo cual ha mejorado la confianza hacia la inversión en acciones. Estos efectos han sido también especialmente importantes en los países emergentes con sistemas legales menos desarrollados que impulsaron iniciativas en ese sentido.

La revisión de Claesens (1995) destaca la tendencia de los mercados financieros hacia una mayor integración, titulización y liberalización que ha impulsado el flujo de recursos vía acciones; en esa dirección ha coadyuvado el descenso de los tipos de interés en el mundo desarrollado, induciendo a la búsqueda de oportunidades de rentabilidad en otros países.

El proceso de internacionalización se advierte en la mayor proporción de empresas extranjeras en las carteras de los inversores de los países más desarrollados. En 1980 el 98% de las tenencias de acciones de los inversores norteamericanos correspondían a empresas del propio país; en 1996 las empresas extranjeras suponían el 17% de las carteras de los inversores norteamericanos; además, en

una de cada cuatro de las transacciones estaba presente, bien una empresa extranjera, bien un inversor foráneo (Tesar, 1999, pp. 235, 236).

## **4.2. El crecimiento de la inversión institucional**

Desde los años noventa se aprecia un notable crecimiento de los activos gestionados por los inversores institucionales. No se trata de fórmulas novedosas sino, más bien, del auge de instituciones con larga historia que se beneficiaron de un nuevo entorno legal y fiscal para progresar. Una característica esencial de la inversión institucional es su carácter profesional. Tampoco aquí hay novedad, pero es importante destacar el extraordinario aumento del colectivo de profesionales del análisis financiero y de la gestión de carteras, cuya función básica es ofrecer al público no especializado la opción más favorable entre rentabilidad y riesgo asumido. El aumento del número de instituciones, la sofisticación de las técnicas de gestión, la visión internacional, y la consideración de todos los mercados, confieren una trascendencia extraordinaria a las fórmulas de decisión y a los propios intereses laborales de este colectivo.

La trascendencia de la inversión institucional, en especial de los fondos de pensiones, explica la preocupación por los criterios de decisión de los gestores de las carteras, puesto que afectan a la asignación de los recursos y, por tanto, a la productividad, al crecimiento económico y al empleo. En el Reino Unido, país con gran tradición en la inversión institucional, esa inquietud se ha concretado en la línea investigadora encargada por el Tesoro a Myners, el cual desde el año 2000 está realizando sucesivos informes sobre la calidad de la gestión de los fondos de pensiones (Myners, 2004). Este interesantísimo campo queda fuera, sin embargo, de los objetivos que se plantea el presente documento.

Las carteras institucionales se diseñan en función de las necesidades de los demandantes de estos activos. Lo esencial es la diversificación para reducir el riesgo y optimizar la rentabilidad esperada en función del riesgo que se estima. Es significativo el mayor peso en las carteras de la renta variable; la preferencia por las acciones hay que situarla en un entorno de tipos de interés en descenso, junto al optimismo generado por el crecimiento económico impulsado por los sectores tecnológicos ampliamente representados en las bolsas. En los Estados Unidos, donde las tendencias apuntadas se manifiestan con mayor intensidad, el porcentaje de población adulta que posee acciones, directamente o a través de fondos de pensiones o de inversión, ha pasado del 40% en 1992 al 51'8% en 1998; en este avance el mayor crecimiento corresponde a los fondos de pensiones (Edison y Slok, 2001, p. 9).

El cuadro nº 5 permite observar la tendencia hacia la mayor aceptación de las acciones por las familias y, sobre todo, el extraordinario avance de las instituciones de Inversión. Si se tiene en cuenta el peso creciente de la renta variable en éstas, puede concluirse que la mayor aceptación del riesgo por las familias es un hecho generalizado.

**Cuadro n° 5. Porcentaje de activos sobre los activos financieros totales de las familias**

	1970	1980	1990	1998
Países Anglosajones				
Depósitos	31	38	30	21
Bonos	11	8	06	4
Acciones	29	19	16	23
Instituciones de Inversión	22	26	38	46
Europa y Japón				
Depósitos	52	62	45	38
Bonos	9	10	12	9
Acciones	15	8	15	19
Instituciones de Inversión	11	11	19	25

Fuente: E.P. Davis y B. Steil (2001, p. 32)

Países Anglosajones: Estados Unidos, Reino Unido y Canadá.

Europa y Japón: Francia, Alemania, Italia y Japón.

La investigación de Freeman (2000, p. 17) analiza la importancia de la inversión institucional en ocho países con sistemas financieros desarrollados confirmándose la tendencia general, aunque con matices interesantes respecto al ritmo de crecimiento de la inversión institucional y al peso de las acciones en las carteras en los distintos países. A efectos de este trabajo interesa resaltar los siguientes aspectos:

- a) En cuanto a la magnitud, las cifras de los Estados Unidos, y en menor medida de Japón, del Reino Unido y Canadá, contrastan con la escasa presencia del resto de los países: Alemania, Francia, Italia y España <sup>(16)</sup>. El promedio de los porcentajes de los recursos de los fondos de pensiones sobre el PIB del primer grupo de países era en 1997 del 74%, y en el segundo grupo del 5%.
- b) Tanto en los fondos de pensiones como en los de inversión el peso de las acciones en las carteras varía considerablemente en los dos bloques de países. En el primer grupo, el promedio del porcentaje de acciones en las carteras de los fondos de pensiones era del 57'5% en contraste con el 9% del segundo.
- c) Se aprecia, sin embargo, un acercamiento de las posiciones; el promedio de las tasas de crecimiento de los fondos de pensiones de los países del primer grupo en el período 1997-2002 se estima en el 12%, en tanto que en el segundo grupo es del 33%.
- d) También se produce convergencia en el porcentaje de acciones en las carteras, aumentando de forma significativa en los países del segundo grupo hasta situarse en la estimación para el 2002 en el 22'5% en los fondos de pensiones y en el 28'2% en los de inversión. En los del primer grupo los porcentajes son del 58 y 54 respectivamente.

En síntesis, la inversión institucional progresa en todos los países, con los fondos de pensiones como institución clave. También es general el avance de la importancia relativa de las acciones en las carteras. Se observa, por último, un proceso de convergencia entre los países de ambos grupos al aumentar con mayor rapidez la inversión institucional en las naciones con sistemas financieros tradicionalmente configurados en torno a la intermediación bancaria.

Las razones explicativas del crecimiento de la inversión institucional son las siguientes (Blommstein y Funke, 1998, pp. 15-17):

- El aumento de la esperanza de vida de la población que ha generado una mayor necesidad de acumulación de fondos, de forma particular para el segmento de población de mayor nivel de vida y cultura financiera.
- Los avances en comunicaciones y tecnología de la información y en los procesos de tratamiento de datos han permitido abaratar costes y ampliar la gama de los servicios. La fuerte competencia ha impulsado un dinámico proceso de innovación financiera.
- En los fondos de pensiones se ha dado un paso esencial al imponerse la modalidad de aportaciones definidas respecto a la de pensiones definidas. El cambio de orientación implica que la cuantía final dependa del éxito de la gestión inversora, en un marco de libertad para seleccionar a los profesionales responsables de la configuración y movimiento de las carteras.

Dado que los fondos de pensiones se han convertido en los principales protagonistas de la inversión colectiva, comentaré brevemente las circunstancias que han coadyuvado al progreso de esta institución.

Las instituciones de inversión colectiva han progresado, sin pausa, durante las cuatro últimas décadas, pero en los últimos años el crecimiento se ha acelerado; ha cambiado, también, la participación relativa de las instituciones y su comportamiento en el mercado. El primer paso fue el de los fondos de inversión como fórmula para tener acceso las familias a la diversificación y a la gestión profesional. El impulso de los últimos años ha correspondido, sin embargo, a los fondos de pensiones, favorecidos por la legislación fiscal que ha permitido diferir impuestos, y por la posibilidad de que los individuos asuman la responsabilidad de elegir a los gestores de acuerdo con sus necesidades, preferencias, y apreciación del riesgo.

Aglietta (2000) se ha referido a las dos filosofías que inspiran el establecimiento de los fondos de pensiones. La primera, inspirada en Bismarck, considera la pensión como un salario diferido, como la contrapartida de las contribuciones realizadas por el trabajador en su vida laboral. La segunda, con referencia en Beveridge, tiene una concepción esencialmente individual:

“En las dos doctrinas, la sociedad es responsable de esos derechos y la deuda social implica una dimensión intergeneracional de solidaridad y riesgo. Con el principio de contribución durante la vida laboral y la percepción en el retiro esta dimensión tiene la ventaja de ser transparente y garantizada por el Estado. El riesgo es político y surge de la posibilidad de que la población trabajadora pueda negarse a pagar el coste de asegurar la igualdad de ingresos para la población retirada. El sistema de capitalización afronta el riesgo financiero que puede surgir si los mercados financieros fueran incapaces de proporcionar el ingreso real esperado” (Ibidem, p. 157).

De manera que la orientación de los programas de retiro hacia las opciones privadas vuelca la responsabilidad de la cobertura de las necesidades sobre la evolución de los mercados financieros, especialmente de los de acciones. Por este motivo, los que objetan la privatización de la seguridad

social ponen énfasis a menudo en que los retirados no pueden aceptar asumir por completo el riesgo de una cartera típica formada por renta fija y variable.

Ahora bien, si el flujo de aportaciones a los fondos de pensiones privados, y la orientación de las inversiones de estos hacia las acciones, ha constituido un firme apoyo a la subida de las cotizaciones bursátiles, los rendimientos de los fondos de pensiones en la excelente coyuntura bursátil de la década de los noventa han incidido, a su vez, en las mejoras de los beneficios empresariales al reducir la cuantía de las aportaciones en los planes con beneficios definidos. Este hecho ha podido contribuir a una sobrevaloración de las acciones de las empresas con ese tipo de planes (Coronado y Sharpe, 2003, p. 323).

La mayor presencia de las instituciones de inversión colectiva ejerce influencia en varias direcciones. En primer lugar, impulsando modificaciones legislativas y en la regulación de las empresas con objeto de proteger el buen fin de las inversiones; en segundo término, induce a una presencia activa de las instituciones en el gobierno de las empresas; el tercer frente es aumentar las posibilidades de financiación de las empresas al margen o en colaboración con el sistema bancario; por último, la sofisticación de la gestión precisa del aumento de la liquidez de los activos, en la provisión de la cual las entidades bancarias juegan un papel esencial. Por estos motivos señala Blommestein (1998, p. 48) que “...un sistema bancario solvente es condición *sine qua non* para el funcionamiento de mercados de capitales líquidos con un sector institucional dinámico”.

La cuestión de la liquidez presenta, pues, con el protagonismo de la inversión institucional, nuevos perfiles. No sólo es esencial la liquidez para que sean operativos los instrumentos financieros y mercados creados por la innovación, sino que el gobierno de las empresas se altera respecto a las bases tradicionales. La expansión de la inversión institucional es un proceso paralelo con la menor trascendencia de los paquetes de control tradicionales, a menudo en poder de intermediarios bancarios. Los nuevos propietarios valoran, sin embargo, en mucha mayor medida la liquidez, fundamental en el caso de los fondos de inversión para atender a la liquidación de participaciones, y necesaria, en cualquier caso, para poder realizar una política de inversión flexible. Al tiempo, el mayor protagonismo en la vigilancia de las empresas participadas condiciona la movilidad de las carteras. Se plantea, pues, un conflicto entre la vigilancia activa de la gestión en las empresas participadas y la gestión de la cartera fundamentada en la liquidez de las posiciones accionarias (Coffee, 1991).

### **4.3. Revisión de las funciones asignadas a los mercados bursátiles**

La importancia creciente de los mercados bursátiles implica mayor familiaridad con el riesgo asociado a la propiedad de las acciones. En los países de tradición anglosajona, en los cuales ya existía ese contacto con el riesgo, el avance de la inversión institucional y la innovación financiera han profundizado y generalizado la cultura financiera cada vez más ligada a la evaluación del riesgo mediante técnicas sofisticadas de cálculo y de gestión.

La tendencia ha tenido lugar también en países en los cuales la propiedad de acciones no era habitual en el balance financiero de las familias, tanto en los desarrollados, caso de Europa, como en los emergentes; y ha influido poderosamente en el diseño de los sistemas financieros de los países socialistas. La tenencia de acciones por las familias las ha hecho más receptivas, en definitiva, a la

comprensión y aceptación de una cultura financiera centrada en la estimación del riesgo (Haliassos y Hassapis, 2002).

En el caso de Europa, el avance de mercados financieros y el declive relativo de la intermediación bancaria plantea una serie de interrogantes difíciles de contestar con precisión. Rajan y Zingales (2002) cuestionan si el peso creciente de la financiación vía mercados es consecuencia de la prolongada euforia bursátil de la década de los noventa o responde a razones más estables y profundas. La cuestión es compleja puesto que el descenso de la financiación relacional de carácter bancario se produce al tiempo que se incrementa la importancia de la financiación a través del capital riesgo que acentúa, precisamente, el carácter relacional de la financiación, aunque, por otra parte, el desarrollo de esta fórmula requiere de mercados de acciones evolucionados que permitan realizar beneficios mediante la liquidación de las inversiones.

Como he apuntado, la financiación vía emisión de acciones apenas tiene relevancia excepto en etapas de fuerte auge bursátil e irrupción de nuevos sectores, como los tecnológicos en los años noventa. Sin embargo, han cobrado un interés extraordinario otras razones que explican la actualidad y atención que reciben los mercados bursátiles. Rousseau y Wachtel (2000) apuntan a los cuatro siguientes: 1) los mercados bursátiles constituyen una vía de salida para culminar proyectos empresariales fundamentados en la relación, como los financiados a través del capital riesgo; 2) permiten canalizar recursos hacia países emergentes; 3) hacen posible la conversión de activos de corto plazo en otros a mayor plazo; y 4) la valoración de los activos de las empresas constituye una fuente esencial de información y contribuye a la eficiencia de la intermediación financiera y de la asignación de los recursos.

La función clave de los mercados bursátiles se sitúa ahora en la emisión de señales que orienten a los inversores y hagan posible la revisión de sus posiciones: “...el problema de la deficiente asignación de los recursos debido a la escasez de señales de los precios es más acusado en el sistema relacional, puesto que carece de un mecanismo automático de autocorrección” (Rajan y Zingales, 2000, p. 12). Como expresivamente ha enfatizado Ball (1991, p. 25): “...muchos no entienden que la función de los mercados de capital es *fijar el precio* de los recursos, no asignarlos”.

La cuestión de la asignación de recursos no se considera, pues, la función esencial de los mercados de acciones. Levine (2003, p. 55) señala que los servicios financieros que prestan los mercados difieren de los que facilitan los intermediarios bancarios. Las bolsas juegan un papel importante en la transmisión de los riesgos, y en la provisión de liquidez e información; los bancos, por su parte, centran su atención en la financiación relacional a largo plazo y en el control de los directivos.

Para Mayer (1994), la transferencia de la propiedad es esencial en la función de los mercados de acciones; ésta es especialmente relevante en determinadas actividades en las cuales son sensibles las diferencias de opinión de los inversores en la valoración de las expectativas de nuevas empresas que acuden al mercado, o en actividades de carácter especulativo tales como exploraciones de hidrocarburos o la industria farmacéutica:

“(...) en contra de la visión tradicional, la función primordial de bolsas como la del Reino Unido no es ni la financiación de las empresas ni la corrección de los fracasos en la gestión empresarial. En vez de eso, es la transmisión de los derechos de propiedad de las empresas

que permiten transferirlas de acuerdo con la visión de los inversores respecto al valor probable que asignen al control y a la estrategia seguida por las empresas. Ese tipo de propiedad no es adecuada para el conjunto de los interesados en la empresa, en especial para los acreedores. Esto supone que mercados como el del Reino Unido puedan estar bien diseñados para ciertas actividades pero no para las que requieren colaboración entre las partes implicadas en la empresa (stakeholders) o que precisen una financiación externa importante” (Ibidem, p. 191-192).

En una dirección parecida se pronuncian Rajan y Zingales (2002, p. 17). Según estos autores, el sistema relacional tiende a tener ventajas comparativas en la financiación de activos fijos en industrias intensivas en capital, pero no en industrias fundamentadas en la investigación tecnológica. Las primeras son mejor comprendidas; las segundas han de adaptarse a los juicios variados y cambiantes del mercado, lo cual resulta muy adecuado para actividades en las cuales exista gran incertidumbre respecto a sus perspectivas.

Como he señalado anteriormente, las bolsas se consideran en la actualidad una institución esencial para favorecer el crecimiento de los países emergentes. En el caso de China, Shirai (2004) ha revisado el cumplimiento de las funciones que se esperan de los mercados de valores: 1) financiar las inversiones de las empresas; 2) vigilar el gobierno de las empresas para que mejoren sus resultados; y 3) que los precios de las acciones orienten a los inversores. La amplitud de las funciones que se asignan a los mercados contrastan con los limitados logros, aún en una economía con crecimiento tan trepidante como la de China, debido a la precariedad del sistema legal, y a limitaciones de la información y de la organización judicial. Pese a estas carencias, los mercados bursátiles están contribuyendo a movilizar recursos y a la difusión de la información económica y financiera.

En los antiguos países socialistas, la creación de bolsas para la orientación de los inversores se ha considerado un paso esencial. Junto a la aportación de información y de liquidez, las bolsas tenían que facilitar señales para que las privatizaciones masivas se realizaran en un marco de racionalidad. De nuevo, en este caso, se han puesto de relieve las extraordinarias dificultades de orden institucional que han frustrado, en buena medida, las esperanzas depositadas en el proceso: “Desafortunadamente los mercados secundarios en economías en transición han tendido hasta ahora a parecerse más a casinos que a mercados de capital racionales” (Mendelson, 1993, p. 915).

La importancia creciente de los mercados bursátiles se manifiesta, además, en otros ámbitos. Sin ánimo de revisar todas las vertientes relevantes, aludiré al control de la gestión de las empresas; a la revitalización de la bolsa como predictor y anticipador del ciclo; a la trascendencia de la evolución de las cotizaciones en los planes de jubilación; al componente bursátil de la remuneración y recompensa de directivos; y a los efectos fiscales derivados de las oscilaciones de las cotizaciones.

En cuanto a la función monitora sobre las empresas, se argumenta, en ocasiones, que un accionista importante, está en mejores condiciones de seguir y controlar la gestión de los directivos profesionales, que un conjunto numeroso y atomizado de accionistas. Contra esta idea se alza, según otros expertos, la virtud de objetividad en el juicio y en las decisiones de los mercados bursátiles:

“El Consejo de Administración de una empresa puede ser capaz de juzgar la gestión de los directivos de manera más correcta que la bolsa. El problema es que su información no se



traduce fácilmente en decisiones. Es difícil para un Consejo castigar al principal ejecutivo (y más aún despedirlo) puesto que los consejeros también necesitan cooperar con la dirección en varios aspectos. Las cotizaciones de las acciones son especialmente adecuadas para establecer compensaciones, no tanto porque reflejen con fidelidad la realidad, sino porque son una apreciación objetiva que formula un tercer implicado” (Holmström y Tirole, 1993, p. 707).

Es posible que la objetividad y neutralidad asignada a los mercados mereciera algunas matizaciones, a la vista de la desmesura y falta de sensibilidad para detectar los problemas de gestión y de contabilización que se advirtieron al final de la década de los noventa con la fiebre de la nueva economía. Toda la concepción basada en la atomización del mercado se ha visto alterada, por otra parte, con el auge de la inversión institucional que ha provocado un aumento de la concentración de la tenencia de acciones, lo cual afecta, necesariamente, a la posición que deben adoptar las carteras institucionales gestionadas con criterios profesionales, al convertirse en los accionistas más importantes.

En efecto, como ha destacado Monks (2001, p. 84) hasta hace poco tiempo era perceptible la diferenciación entre la *inversión directa* en las empresas, con vocación de participar en la gestión, de la *inversión de cartera*, dirigida a obtener el mayor beneficio posible de la inversión, pero sin propósito de controlar ni coadyuvar en la gestión. La magnitud de las posiciones accionarias de los inversores institucionales y la dificultad de liquidarlas las dotan, de hecho, de estabilidad, e impulsan hacia una posición activa en la gestión de la empresa.

La participación promedia de los Fondos de Pensiones en las 25 corporaciones más importantes del mundo ascendía en 1999 al 15’3% (Ibidem, p. 93). El poder creciente de los fondos de pensiones, como accionistas y prestamistas, ha sido considerado por Drucker (1991, p. 106) como el cambio más espectacular de poder en la historia económica; es lógico, pues, que asuman un papel más activo tanto en la vigilancia de la gestión de las empresas como en operaciones financieras significativas. Además, simplemente por razones de volumen puede no ser operativa la opción de vender y obligado el adoptar una posición beligerante<sup>(17)</sup> lo cual supone una modificación esencial en el papel que los inversores institucionales habían desempeñado hasta ahora.

La nueva situación ha generado numerosos estudios que se plantean, desde la adecuación de los inversores institucionales para ejercer la función monitora, hasta las consecuencias políticas y económicas de la nueva distribución del poder resultante de la presencia creciente como accionistas de los inversores institucionales, así como la adecuación de los actuales mecanismos de negociación bursátil<sup>(18)</sup>.

En su faceta de la bolsa como predictor, Levine y Zervos (1998, a, b) encuentran una relación positiva y significativa de la liquidez de los mercados de acciones, considerando como medida de ésta la relación entre el volumen de contratación respecto a la capitalización bursátil, y el tamaño de la economía: “La liquidez del mercado de acciones es un predictor robusto del crecimiento del producto interior bruto real, del crecimiento de la inversión y de la productividad...” (1998 a, p. 538).

En cuanto a los sectores tecnológicos, en algunas investigaciones la evolución de la bolsa aparece ligada al desarrollo de lo que podría denominarse el ciclo productivo de la inversión en tecnología. El

comportamiento negativo de las cotizaciones en los años setenta respondería, según esta interpretación, a la mediocre evolución de la inversión y la productividad, consecuencia de la anticipación de una tecnología más productiva que dejaría obsoleta a la existente en esos momentos. La fase siguiente, la de la utilización de los nuevos hallazgos, provocaría el aumento de la inversión, del empleo, y de las cotizaciones bursátiles (Manuelli, 2000).

El trabajo de Hobijn y Jovanovic (2001) subraya también la conexión entre la evolución de la bolsa y el aprovechamiento de las nuevas tecnologías por las empresas. La atonía de los mercados de acciones de la década de los setenta, y de los primeros ochenta, se explicaría por la escasa implantación en las empresas de las tecnologías de la información. Cuando nuevas empresas irrumpen en el mercado y utilizan la tecnología disponible se produce la recuperación de la inversión y de las cotizaciones bursátiles. En la misma dirección, Laitner y Stolyarov (2003) sitúan en el centro de la revolución tecnológica la asimilación de la inversión del microprocesador que redujo el valor de mercado de las empresas con las tecnologías previas; la difusión de las nuevas tecnologías acompañarían un fuerte repunte de la productividad y de las cotizaciones de las acciones, como se experimentó en la década de los noventa.

Aparecen, así, perfectamente ensambladas las variables financieras y las reales, incluyendo la anticipación correcta de las expectativas por empresas y accionistas. Lo que resulta difícil es explicar, según ese modelo, el desplome de las acciones tecnológicas del 2000, que se produce al tiempo que sigue progresando la productividad. Le Roy (2004, p. 792) lo expresa con claridad:

“Por supuesto, si la aceleración del crecimiento de la productividad dió lugar a la escalada de las cotizaciones en los noventa, carecemos de mas explicación respecto a su colapso, puesto que la productividad ha continuado creciendo a tasas muy altas”.

La evolución bursátil afecta a las decisiones de jubilación. El predominio de fondos de pensiones con aportaciones definidas, pero con cuantía final indeterminada dependiendo de las valoraciones de las carteras, en las cuáles el peso de la renta variable es creciente, genera incertidumbre y volatilidad. El trabajo de Friedberg y Owyang (2002) analiza los efectos de la fuerte baja de la bolsa en los años 2000-2001 en la demora de las jubilaciones. Los cálculos de Gustman y Steinmeier (2002) son expresivos de la trascendencia laboral de las oscilaciones bursátiles:

“...el análisis sugiere que un boom de la bolsa como el experimentado en los últimos años de la década de los noventa puede elevar la tasa de retiro, en los individuos afectados por la posibilidad de adoptar la decisión, en torno al tres por ciento anual en los años que siguen al boom, y que estos efectos persisten durante los siguientes años. Un colapso del mercado de proporciones similares provocaría una caída aproximadamente parecida en la reducción de las jubilaciones” (p. 29).

El auge de la bolsa, el acceso de empresas jóvenes al mercado, en especial de los sectores tecnológicos, ha generalizado la participación en las plusvalías bursátiles como fórmula de remuneración a los directivos. En la segunda mitad del decenio de los noventa los incentivos de este tipo tuvieron importancia creciente en la remuneración total, tanto en los Estados Unidos como en Europa (Edison y Slok, 2001, p. 9).

El cambio en la posición de los directivos, calificado por Dore (2000, p. 12) como contrarrevolución empresarial, se produjo paulatinamente pasando de la edad de oro de capitalismo de los *managers* en la década de los setenta que, incluso en el Reino Unido y América, suponía una actitud de responsabilidad con otros componentes de la empresa (personal, clientes, proveedores), a situar como objetivo esencial y a veces único, el beneficio de los accionistas, como han preconizado economistas tan influyentes como M. Friedman.

A la tendencia hacia un mayor protagonismo de los derechos de los accionistas ha coadyuvado la creciente inversión institucional. De una parte, el mayor peso de las instituciones ha facilitado la realización de compras de empresas (*takeovers*) con una cotización que se estimaba inferior a la potencial; de otra, la propiedad concentrada ha presionado sobre los directivos de las empresas a favor de una mayor rentabilidad (Lazonick y O'Sullivan, 2000, p. 16).

En correspondencia con ese cambio de enfoque, parte creciente de la remuneración de los directivos fue asociándose con la evolución de las cotizaciones, considerada progresivamente como la medida esencial del éxito en la gestión. La presión de los descubridores de acciones infravaloradas en relación con el potencial de obtención de beneficios, (*raiders*), y aún de los mismos inversores institucionales que de manera creciente asumen funciones de vigilancia y control, coadyuva a que la suerte del accionista, la creación de valor, se erija como referencia fundamental. En consonancia, la cotización de las acciones conecta así, directamente, con la riqueza de los directivos lo cual ha impulsado los programas de recompra de acciones por parte de las empresas, los incentivos basados en las opciones sobre acciones, y la presentación de la información financiera preparada según los parámetros mejor valorados por los analistas financieros con objeto de influir en las cotizaciones.

La presión y los estímulos a los directivos no se limitaron a la presentación de los estados contables, a la evolución optimista de las expectativas, o a una interpretación favorable para sus intereses inmediatos de la normativa contable, sino que afectó a la propia gestión de las empresas. Los directivos de las empresas incorporaron a su actuación los mismos principios de actuación de los *raiders*, vendiendo activos que lastran los resultados, recortando costes de forma agresiva, deslocalizando los centros de producción, y contratando en el exterior de la empresa los servicios que puedan significar una mejora en los resultados totales. Como ha señalado Kennedy (2000, p. X), el resultado de esta actuación, especialmente en la segunda mitad de la década de los noventa, fue la mejora de los beneficios empresariales, la subida de los precios de las acciones, y un crecimiento espectacular de la remuneración de los directivos ligada al alza de las cotizaciones.

De esta forma, la bolsa aparece como la institución clave que controla la gestión de los directivos, e induce a la reestructuración de las empresas con objeto de mejorar los resultados, la cotización de las acciones, y la propia remuneración de los directivos.

La trascendencia de los mercados bursátiles se ha manifestado, por último, en el plano fiscal. En la década de los noventa el auge bursátil ha contribuido a los ingresos fiscales (Poterba, 2000). Eschenbach y Schuknecht (2004) han estudiado los canales a través de los cuales, la variación del precio de los activos afecta a la recaudación fiscal. Especial relieve tienen los ingresos fiscales procedentes de las ganancias de capital y de la recaudación de impuestos sobre el consumo, variable afectada por el efecto riqueza. En sentido contrario, la reducción de los tipos impositivos y el aumento de las exenciones fiscales han ejercido un efecto extraordinario sobre los beneficios netos

empresariales y, en consecuencia, ha sido un impulsor de primer orden del alza bursátil de las dos últimas décadas (McGrattan y Prescott, 2004).

## 5. UN NUEVO ESCENARIO

Lo expuesto hasta ahora apunta a que el capitalismo ha entrado en una nueva fase en la cual el predominio de los mercados financieros, la mayor familiaridad con el riesgo, y la importancia creciente de la inversión institucional en un marco globalizado constituyen las características esenciales. Algunos estudiosos de las finanzas han advertido sobre la novedad de la situación.

Según Rybczynski (1997, p. 5), el sistema financiero, en relación al ejercicio y distribución de los derechos de propiedad, ha atravesado por tres fases diferentes: 1) el capitalismo de propietarios, cuando coinciden propiedad y gerencia; 2) el capitalismo de gerentes en el cual los propietarios delegan el derecho a utilizar los recursos y a decidir la distribución del *cash flow* en gerentes profesionales contratados al efecto; y 3) el capitalismo institucional, cuando los propietarios delegan los poderes de controlar la actuación de los gerentes contratados en las instituciones de inversión colectiva, que reúnen y gestionan una parte importante del ahorro de la comunidad. En la fase del capitalismo institucional predominan los activos financieros negociados en mercados:

“Los mercados financieros permiten que las empresas no financieras y otras organizaciones, capten recursos externos a bajo coste mediante la emisión de títulos cotizados y otros instrumentos negociados en mercados financieros. Esta fase de titulización en la evolución del sistema financiero aparece conectada con la transformación del capitalismo de gerentes en capitalismo institucional (o financiero) (Ibidem, p. 9).

En opinión de Minsky (1996, p. 368), el capitalismo es un sistema dinámico y adopta diferentes formas que incluso pueden coexistir en el tiempo. En el caso de los Estados Unidos las etapas financieras pueden caracterizarse como: capitalismo comercial; capitalismo industrial y finanzas especulativas; capitalismo financiero y financiación estatal; capitalismo de estado de bienestar, paternalista, y gerencial; capitalismo de los gestores financieros (*money manager capitalism*).

En esta última etapa, la actual, la inversión institucional es una característica esencial que marca su impronta en la gestión de las empresas:

“Los fondos de pensiones y los de inversión han sensibilizado a los directivos hacia la cotización de las acciones de sus empresas. Son un ingrediente esencial que acentúa la naturaleza predatoria del actual capitalismo americano” (Ibidem, p. 363).

El capitalismo financiero de carácter institucional conecta su visión e intereses con los de los directivos empresariales. Ambos colectivos coinciden ahora en que su remuneración y futuro depende de su acierto en la prospección de los mercados bursátiles. El directivo empresarial ha de procurar que los resultados a corto plazo no defrauden las expectativas de los analistas financieros que nutren con sus dictámenes las decisiones de los gestores de cartera profesionales. Estos últimos compiten en un mercado durísimo que mide de forma instantánea y continua los resultados de su gestión. Ambos colectivos al estar orientados hacia el corto plazo presionan por los resultados

trimestrales, inducen a adelantar beneficios, e influyen para aplicar la normativa contable en consonancia con estos objetivos. De ahí la presión sobre las firmas de auditoría para una interpretación laxa de los principios contables, la menor fiabilidad de los dictámenes de éstas, y la proliferación de escándalos financieros fundamentados en el fraude de los estados contables.

Lo esencial es que la comunidad financiera: directivos empresariales, bancos de inversión que emiten recomendaciones, y gestores de las instituciones de inversión coinciden en su interés en potenciar la sobrevaloración de las acciones. En períodos febriles, como en el alza espectacular de las acciones tecnológicas, quebrada en el año 2001, estos efectos fueron muy acusados.

La tendencia a impulsar sobrevaloración de las acciones por los directivos de las empresas ha sido advertida por estudiosos tan destacados como Jensen (2002) <sup>(19)</sup>:

“El origen de la crisis es “lo que llamo costes derivados de la sobrevaloración”. El peligro de maximizar valor: “el quipo directivo no tiene ninguna oportunidad real de conseguir los resultados que justifiquen esa valoración, salvo por pura suerte. Es como la heroína para los directivos, son felices hasta el delirio cuando la acción sube porque les da poder, acceso a capital barato, la oportunidad de comprar empresas que no están sobrevaloradas.... Entonces viene la parte mala: el mercado hace sus proyecciones, los directivos no pueden cumplirlas y se ven empujados a tomar decisiones que a la larga destruyen valor” (p. 41).

Por su parte los bancos de inversión:

“...han estado dispuestos a colaborar alegremente en mantener el optimismo inversor sobre las acciones tecnológicas, como pone de relieve, por ejemplo, la preponderancia de recomendaciones de compra y las previsiones optimistas de crecimiento” (D’Avolio et. al. 2001, p. 26).

En cuanto a los analistas:

“En resumen, los analistas tienen fuertes incentivos para demandar un alto crecimiento de los beneficios a un ritmo sostenido y predecible, tanto para justificar las elevadísimas cotizaciones de las compañías que analizan como para evitar perjuicios en su propia reputación al errar en sus previsiones. En demasiadas ocasiones, muchos directivos y analistas se comprometen en el equivalente al poker del mentiroso” (Fuller y Jensen, 2000, p. 42).

Respecto a los gestores de las instituciones de inversión, la presión por situarse adecuadamente en el *ranking* de los rendimientos obtenidos impone, asimismo, una política de corto plazo teniendo en las oscilaciones del propio mercado su principal fuente de información para adoptar decisiones: “Si ha habido alguna vez un problema de agencia, que probablemente nunca se resuelva, es el existente entre las pretensiones de rendimientos de los pensionistas y el agresivo comportamiento de los gestores de la cartera de los fondos de pensiones, tratando de superar al índice bursátil de manera desesperada” (Dore, 2000, p. 14).

Permítaseme que insista en esta idea; como ha puesto de relieve Kennedy (2000, p. 167), el conflicto real de interés se plantea ante la concepción a largo plazo de los pensionistas y la gestión de las carteras de los fondos de pensiones, orientada al corto plazo por la presión competitiva del propio mercado laboral de los gestores. El posible conflicto de interés entre los gestores de las inversiones y los pensionistas ha llevado a algunos expertos a preconizar el abandono de una gestión activa de las carteras, sustituyéndola por la inversión en fondos indexados con menores costes de gestión y mayor garantía de resultados similares a los índices bursátiles (Lakonishok et al. 1992).

En esas coordenadas hay que situar la alarma de algunos economistas que recomiendan a los directivos de las empresas atender menos a las pretensiones de Wall Street y situar los objetivos gerenciales poniendo el acento en el largo plazo (Fuller y Jensen, 2000, p. 46).

El predominio de los mercados de acciones plantea una cuestión fundamental: la velocidad de ajuste de las economías, sobre todo cuando se trata de encajar rupturas pronunciadas de una tendencia positiva o de absorber los efectos de un shock. Por su propia naturaleza, un sistema relacional, como el fundamentado en la intermediación bancaria, suaviza los efectos del ciclo, reparte los efectos de las conmociones en un período más amplio de tiempo, y dispone de una red de seguridad (seguro de depósitos, acceso a fondos del banco central) institucionalizada que previene situaciones de pánico. La contrapartida es una menor velocidad de ajuste y el mantenimiento durante un tiempo mayor de situaciones que sería conveniente despejar puesto que constituyen una rémora para el progreso económico.

Con los mercados financieros el ajuste se produce de forma más rápida, en ocasiones de manera fulminante; la capacidad de suavizar los efectos mediante intervenciones públicas es menor, no sólo por la dimensión de los mercados, sino porque no existen vías institucionales definidas. Lo anterior no significa, sin embargo, que las autoridades económicas y monetarias se desentiendan de la evolución de los mercados, sobre todo en fases críticas, sino que su actuación es más puntual y discrecional.

La distinta velocidad de ajuste plantea problemas de gran calado. La capacidad de encajar las variaciones intensas en la valoración de activos depende de la flexibilidad del conjunto del sistema económico, y muy especialmente de la del mercado laboral. Esa capacidad de encaje depende, en definitiva, de las instituciones y estas son consecuencia de las ideas predominantes que existen en la sociedad respecto a las pautas de organización de la economía. En consecuencia, si se impusiera la idea de la conveniencia –o inevitabilidad- de impulsar, o aceptar, un mayor peso de los mercados financieros, la velocidad de cambio en las finanzas debería acompañarse con la adaptación institucional, la flexibilidad del resto de los mercados, y la aceptación de las consecuencias por parte de la comunidad.

Desde la perspectiva estrictamente económica, la cuestión que plantea el predominio de los mercados es que los ajustes son más violentos aunque lo sufren directamente y en primera línea los inversores; con el modelo relacional los ajustes son más lentos y los soporta, en mayor medida, el conjunto de la sociedad, incluso con una perspectiva intergeneracional. Por otra parte, los mercados son más asequibles a la financiación de iniciativas de los nuevos emprendedores, y las finanzas relacionales implican, en mayor grado, el mantenimiento de los empresarios y grupos ya consolidados <sup>(20)</sup>.

Los tiempos de cambio son proclives a la paradoja. Podría decirse que la defensa de la intermediación bancaria la realizan economistas que muestran mayor veta crítica respecto a los efectos de los mercados actuando libres de intervenciones públicas compensadoras, como es el caso de Stiglitz. El pensamiento en esa dirección suele asociarse a la inspiración keynesiana, lo cual requiere muchas matizaciones. La primera, que siendo Keynes un economista de orientación monetaria y financiera, no me consta que se mostrara interesado en los aspectos institucionales de las finanzas, y de forma particular en los efectos de la intermediación bancaria. La segunda, que la Teoría General (1936) se gestó en un mundo financiero convulso y el economista inglés advirtió de los efectos distorsionadores de los mercados bursátiles, que él sufrió personalmente mientras la concebía y redactaba; por eso Miller se refiere a Keynes como el santo patrón de los teóricos de las burbujas (1991, p. 103).

Pero, a mi juicio, la etiqueta de keynesiana, que pone el acento en las distorsiones de los mercados bursátiles, en el caso de estar justificada, debería relacionarse con las dificultades de ajuste que Keynes advertía en las sociedades muy estructuradas –como la inglesa- y que constituyó la razón fundamental de su rechazo al retorno al patrón oro en 1925 con la paridad de preguerra. Las ideas de Keynes sobre las dificultades de acomodación de los agentes económicos ante modificaciones súbitas en las circunstancias financieras, ofrecen un terreno que propicia la reflexión, y conecta perfectamente con las ideas de su maestro Marshall, cuyo lema era, precisamente, “*Natura non facit saltum*”.

## NOTAS

1. Los datos proceden de Dimson, Marsh y Staunton (2002). Tabla 2.1, p. 12.
2. Ibidem, p. 21.
3. Las observaciones que siguen están basadas en sus trabajos (2001, 2002 y 2003b).
4. En Torrero 2004 se abordan con mayor detalle estos aspectos.
5. En ese libro Garber reúne las principales investigaciones que había realizado en la década de los noventa en torno a esta cuestión.
6. Un trabajo especialmente agudo y premonitorio es el de Díaz-Alejandro, 1985. Esta cuestión se trata con mayor detalle en Torrero (2002, pp. 437-440; 2003, pp. 119-130).
7. Trabajos fundamentales en esa dirección son los de King y Levine (1993, a, b). En Torrero (2002, pp. 435-437) se revisa el tema con mayor detalle.
8. En Torrero (1996, 1998a, 2000 y, sobre todo, 1998b) se analizan las ideas de Keynes respecto a los mercados bursátiles.
9. Ver, por ejemplo, Stiglitz (1972).
10. La breve referencia que sigue se ha realizado a partir de La Porta et.al, 1996, 1997, 1998, 1999 (a), 1999 (b), 2002, 2003, 2004.
11. En esta dirección se sitúa la investigación de Faccio et. al (2001).
12. *American Depositary Receipt*. Títulos representativos de acciones extranjeras cotizadas en las bolsas americanas.
13. En la investigación de Dunbar (2000) se sigue con detalle el desarrollo de esta aventura intelectual.
14. Las investigaciones de Edison y Slok (2001, a, b) amplían el contenido de la publicada por el Fondo Monetario Internacional (2001).
15. Fondos de Pensiones, Fondos de Inversión, Administración Profesional de Patrimonios, Empresas de Seguros y Entidades Bancarias.
16. En el primer grupo es mayor el peso de los mercados financieros con la excepción de Japón; su presencia en este grupo se explica, seguramente, por la escasa entidad de la seguridad social de carácter público. En el segundo, la intermediación bancaria es fundamental.
17. Invalidan, de hecho, el modelo de organización basado en la opción *salida* en lugar de la de *voz* según la distinción ya clásica de Hirschman (1970). En este segundo caso, en el de *voz*, los interesados en las empresas que están disconformes hacen explícita su queja ante los responsables de la gestión y entran en negociación para resolver la desavenencia.
18. Son importantes los trabajos de Coffee (1991), Roe (2002), Romano (2002) y Monks y Minow (1995).
19. Un buen ejemplo de la calidad de los análisis de este economista y de su clarividencia fue su advertencia en 1989, en el punto álgido de la apoteosis triunfal de Japón, de las contradicciones en la gestión de las empresas niponas que se pusieron de relieve en el prolongado estancamiento que siguió al estallido de la burbuja financiera e inmobiliaria. Ver Jensen (1989). Sobre el análisis de Jensen de la situación japonesa: Torrero (2003, pp. 88, 89, 184, 196).
20. La reflexión anterior se ha basado en numerosas lecturas; de forma particular he tenido en cuenta las de Rajan y Zingales (2003,b).



## 6. BIBLIOGRAFÍA CITADA

- AGLIETTA, M. (2000): "Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions". *Economy and Society*. Vol. 29, nº 1, February, pp. 146-159.
- BALL, J. (1991): "Short Termism-Myth or Reality?". *National Westminster Bank*. Quarterly Review August, pp. 20-29.
- BECK, T. A. DEMIRGÜÇ-KUNT, L. KAEVEN, y R. LEVINE (2004): "Finance, Firm Size, and Growth". *Working Paper NBER*, nº 10983. December.
- BLOMMSTEIN, H. (1998) : *Impact of Institutional Investors on Financial Markets*. OECD. Paris.
- BOSWORTH, B. (1975): "The Stock Market and the Economy". *Brooking Papers on Economic Activity*, nº 2, pp. 257-300.
- BOUTCHHOVA, M.K. y W.L. MEGGINSON (2000): "Privatization and the Rise of Global Capital Markets". Obtenido por Internet. Publicado en *Financial Management*. Fall.
- CARLIN, W. Y C. MAYER (2000): "How do Financial Systems Affect Economic Performance?", en X. VIVES (ed.): *Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge University Press. USA.
- CLAESENS, S. (1995): "The Emergence of Equity Investment in Developing Countries: Overview". *The World Bank Economic Review*. Vol. 9, nº 1, pp. 1-17.
- COFFEE, J.C. Jr. (1991): "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as a Corporate Monitor". *Columbia Law Review*. Vol. 91, October, pp. 1277-1368.
- CORONADO, J.L. y S.A. SHARPE (2003): "Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 323-371.
- DAVIS, E.P. y B. STEIL (2001) : *Institutional Investors*. The MIT Press. USA.
- D'AVOLIO, G., E. GILDOR, y A. SHLEIFER (2001): "Technology, Information Production, and Market Efficiency". *Discussion Paper HIER*, nº 1929. September.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y R. LEVINE (1996, a): "Stock Market Development and Financial Intermediaries. Stylized Facts". *The World Bank Economic Review*. Vol. 10, nº 2, pp. 291-321.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y R. LEVINE (1996, b): "Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview". *The World Bank Economic Review*. Vol. 10, nº 2, pp. 223-239.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y V. MAKSIMOVIC (1996): "Stock Market Development and Financing Choices of Firms". *The World Bank Economic Review*. Vol. 10, nº 2, pp. 341-369.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y V. MAKSIMOVIC (1998): "Law, Finance, and Firm Growth". *The Journal of Finance*. Vol. LIII, nº 6, December, pp. 2107-2137.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1985): "Good-Bye Financial Repression; Hello Financial Crash". *Journal of Development Economics*, 19, pp. 1-24.
- DIMSON, E., P. MARSH, y M. STAUNTON (2002) : *Triumph of the Optimists*. Princeton University Press. USA.
- DORE, R. (2000): *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*. Oxford University Press. Great Britain.
- DRUCKER, P.F. (1991): "Reckoning with the Pension Fund Revolution". *Harvard Business Review*. March-April 1991, pp. 106-114.

- DYCK, A. y L. ZINGALES (2002): "Private Benefits of Control: An International Comparison". *Working Paper NBER*, n° 8711. January.
- ECONOMIST (THE): (2001): "Global Equity Markets". May, 5<sup>th</sup>, pp. 3-38.
- EDISON, H. y T. SLOK (2001,a): "Wealth Effects and the New Economy". *Working Paper IMF*, 01/77, June.
- EDISON, H. y T. SLOK (2001,b): "New Economy Stock Valuation and Investment in the 1990s". *Working Paper IMF*, 01/78, June.
- ESCHENBACH, F. y L. SCHUKNECHT (2004): "Budgetary Risks from Real Estate and the Stock Markets". *Economic Policy*, July, pp. 313-346.
- FACCIO, M., L.H.P. LANG, y L. YOUNG (2001): "Dividend and Expropriation". *The American Economic Review*. March, vol. 91, n° 1, pp. 54-78.
- FISHER, S. y R.C. MERTON (1984): "Macroeconomic and Finance: The Role of the Stock Market". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 21, pp. 57-108.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2001): *Perspectivas de la Economía Mundial*. Mayo.
- FREEMAN, R.B. (2000): "Single Peaked vs Diversified Capitalism: The Relation Between Economic Institutions and Outcomes". *Working Paper NBER*, n° 7556, February.
- FRIEDBERG, L. Y M.T. OWYANG (2002): "Not Your Father's Pension Plan: The Rise of 401 (K) and Other Defined Contribution Plans". *Review. Federal Reserve Bank of St. Louis*. January/February, pp. 23-34.
- FRIEDMAN, T.L. (1999): *The Lexus and the Olive Tree*. Harpers Colling Publishers. Great Britain. Paperback by Anchor Books (2000).
- FRIEDMAN, E., S. JONHSON, y T. MITTON (2003): "Propping and Tunneling". *Working Paper NBER*, n° 9949. September.
- FRIEDMAN, M. y A. SCHWARTZ (1963): *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton University Press.
- FULLER, J. y M.C. JENSEN (2002): "Just Say no to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game". *Journal of Applied Corporate Finance*. Winter. Vol. 14, n° 4, pp. 41-46.
- FUNKE, N. (2002): "Stock Market Development and Private Consumer Spending in Emerging Markets". *Working Paper IMF*, 02/238, December.
- GARBER, P.M. (2000): *Famous First Bubbles. The Fundamentals of Early Manias*. The MIT Press.
- GOETZMANN, W.N. y P. JORION (1999): "Re-Emerging Markets". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 34, n° 1, March, pp. 1-32.
- GOLDSMITH, R.W. (1969): *Financial Structure and Development*. Yale University Press.
- GREENSPAN, A. (2000): "The revolution in information technology". *The Federal Reserve Board*. Discurso pronunciado el 6 de Marzo en la Boston College Conference on the New Economy. Documento obtenido por internet.
- GREENSPAN, A. (2004): "Risk and Uncertainty in Monetary Policy". *The Federal Reserve Board*. Discurso pronunciado el 3 de Enero en la American Economic Association en San Diego. Documento obtenido por Internet. Publicado en AEA Papers and Proceedings, Vol. 94, n° 2. May 2004, pp. 33-40.
- GUGLER, K.; D.C. MUELLER y B. BURCIO YURTOGLU (2004): "Corporate Governance and Globalization". *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 20, n° 1, pp. 129-156.
- GUSTMAN, A.L. y T.L. STEINMEIER (2002): "Retirement and the Stock Market Bubble". *Working Paper NBER*, n° 9404. December.

- HALIASSOS, M. y C. HASSAPIS (2002): "Equity Culture and Household Behavior". *Oxford Economic Papers*, 54, pp. 719-745.
- HEIKENSTEN, L. (Responsable de la redacción final) (2002): "Contact Group on Asset Prices. Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies". *Estudio realizado por representantes del Grupo de los 10*. Mimeografiado. September.
- HIRSCHMAN, A.O. (1970): *Exit, Voice, and Loyalty. Response to Decline in Firms, Organizations and States*. Harvard University Press.
- HOBIIJN, B. y B. JOVANOVIĆ (2001): "The Information-Technology Revolution and the Stock Market: Evidence". *The American Economic Review*. December, Vol. 91, nº 5, pp. 1203-1220.
- HOLMSTRÖM, B. y J. TIROLE (1993): "Market Liquidity and Performance Monitoring". *Journal of Political Economy*, vol. 101, nº 4, pp. 678-709.
- JENSEN, M.C. (1989): "Eclipse of the Public Corporation". *Harvard Business Review*. Sept-Oct., pp. 61-74.
- JENSEN, M.C. (2002): "Declaraciones". *El País de Negocios*, 3 de Noviembre, p. 41.
- KAROLYI, G.A. (2004): "The Role of American Depositary Receipts in the Development of Emerging Equity Markets". *The Review of Economic and Statistics*. August 86 (3), pp. 670-690.
- KAUFMAN, H. (1994): "Structural Changes in the Financial Markets: Economic and Policy Significance". *Economic Review. Federal Reserve Bank of Kansas City*. Second Quarter, pp. 5-15.
- KENNEDY, A.A. (2000): *The End of Shareholder Value. The Real Effects of the Shareholder Value Phenomenon and the Crisis it is Bringing to Business*. Orion Business Books. London.
- KEYNES, J.M. (1936): *The General Theory*. The Collected Writings. Vol. VII. Cambridge University Press 1973. Hay dos versiones en español: Fondo de Cultura Económica. México, 1943; Edic. Aosta, Madrid 1998.
- KIM, E.H. y V. SINGAL (2000): "Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies". *Journal of Business*. Vol. 73, nº 1, pp. 25-66.
- KING, R.G. y R. LEVINE (1993, a): "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right". *The Quarterly Journal of Economics*. August 108 (3), pp. 717-738.
- KING, R.G. y R. LEVINE (1993, b): "Finance entrepreneurship, and growth". *Journal of Monetary Economics*. Nº 32, pp. 513-542.
- LAITNER, J. y D. STOLYAROV (2003): "Technological Change and the Stock Market". *The American Economic Review*. Sept. 2003, Vol. 93, nº 4, pp. 1240-1267.
- LAKONISHOK, J., A. SHLEIFER, y R.W. VISHNY (1992): "The Structure and Performance of the Money Management Industry". *Brooking Papers: Microeconomics*, pp. 339-391.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, y A. SHLEIFER (1996): "Law and Finance". *Working Paper NBER*, nº 5661. *Journal of Political Economy*, Vol. 106, nº 6, 1998, pp. 1113-1155.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, y R.W. VISHNY (1997): "Legal Determinants of External Finance". *The Journal of Finance*, Vol. LII, nº 3, July, pp. 1131-1150.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, y R.W. VISHNY (1998): "Agency Problems and Dividend Policies Around the World". *Working Paper NBER*, nº 6595, June.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, y R.W. VISHNY (1999,a): "Corporate Ownership Around the World". *The Journal of Finance*, Vol. LIV, nº 2, pp. 471-517.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, y R.W. VISHNY (1999,b): "Investor Protection: Origins, Consequences, Reform". *Working Paper NBER*, nº 7428, December.

- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, y R.W. VISHNY (2002): "Investor Protection and Corporate Valuation". *The Journal of Finance*, Vol. LVII, n° 3, pp. 1147-1170.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, y A. SHLEIFER (2003): "What works in Securities Laws". *Working Paper NBER*, n° 9882, July.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, C. POP-ELECHES, y A. SHLEIFER (2004): "Judicial Checks and Balances". *Journal of Political Economy*, Vol. 112, n° 2, pp. 445, 470.
- LAVELLE, K.C. (2000): "The International Finance Corporation and the emerging funds industry". *Third World Quarterly*, Vol. 21, n° 2, pp. 193-213.
- LAZONICK, W. y M. O'SULLIVAN (2000): "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance". *Economy an Society*, Vol. 29, n° 1. February, pp. 13-35.
- LE ROY, S.F. (2004): "Rational Exuberance". *Journal of Economic Literature*. September, Vol. XLSS, pp. 783-804.
- LEVINE, R. (1991): "Stock Markets, Growth, and Tax Policy". *The Journal of Finance*. Vol. XLVI, n° 4, September, pp. 1145-1165.
- LEVINE, R. (2002): "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?". Working paper NBER, n° 9138. September.
- LEVINE, R. (2003): "Napoleon, Bourses, and Growth, with a Focus on Latin American", en O. AZFAR y C.A. CADWELL (eds.): *Market-Augmenting Government. The Institutional Foundation for Prosperity*. The University Michigan Press. Ann Arbor. USA.
- LEVINE, R. y S. ZERVOS (1996): "Stock Market Development and Long-Run Growth". *The World Bank Economic Review*. Vol. 10, n° 2, pp. 323-339.
- LEVINE, R. Y S. ZERVOS (1998,a): "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". *The American Economic Review*. June, pp. 537-557.
- LEVINE, R. y S. ZERVOS (1998,b): "Capital Control Liberalization and Stock Market Development". *World Development*, 26, n° 7, pp. 1169-1183.
- MANUELLY, R.E. (2000): "Technological Change, the Labor Market and the Stock Market". *Working Paper NBER*, n° 8022, November.
- MARONE, H. (2003): "Small African Stock Markets-The Case of Lusaka Stock Exchange". *Working Paper IMF*, 03/6, January.
- MARTELL, R. y R.M. STULZ (2003): "Equity Market Liberalization as Country IPOs". *Working paper NBER*. N° 9481, February.
- MAYER, C. (1994): "Stock-Markets, Financial Institutions, and Corporate Performance", en N. DIMSDALE y M. PREVEZER (eds.): *Capital Markets and Corporate Governance*. Oxford University Press. Great Britain. Reprinted 1999.
- McGRATTAN, E.R., y E.C. PRESCOTT (2001): "Is the Stock Market Overvalued?". *Working Paper NBER*, n° 8077, January.
- McGRATTAN, E.R. y E.C. PRESCOTT (2004): "Taxes, Regulations, and the Value of U.S. and U.K. Corporations". *Federal Reserve Bank of Minneapolis. Research Department Staff Report*, 309. Revised June.
- McKINNON, R.I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*. The Brookings Institution, Washington.

- MENDELSON, M. (1993): "Equity Markets in Economies in Transition". *Journal of Banking and Finance*, nº 17, pp. 913-929.
- MICHELACCI, C. y J. SUAREZ (2004): "Business Creation and the Stock Market". *Review of Economic Studies*, 71, pp. 459-481.
- MILLER, M.H. (1991): *Financial Innovations & Market Volatility*. Blackwell Publishers. USA.
- MINSKY, H.P. (1996): "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies". *Journal of Economic Issues*, Vol. XXX, nº 2, June, pp. 357-368.
- MONKS, R.A.G. (2001): *The New Global Investors. How Shareowners can Unlock Sustainable Prosperity Worldwide*. Capstone Publishing Limited United Kingdom.
- MONKS, R.A.G. y N. MINOW (1995): *Corporate Governance*. Blackwell Publishers. Great Britain. Reprinted 2000.
- MONTIEL, P. y C.M. REINHART (1999): "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows?. Evidence from the 1990s". *Journal of International Money and Finance*, nº 18, pp. 619-635.
- MORCK, R., a. SHLEIFER, y R.W. VISHNY (1990): "The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow?". *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 157-215.
- MORIN, F. (2000): "A Transformation in the French Model of Shareholding and Management". *Economic and Society*, Vol. 29, nº 1, February, pp. 36-53.
- MULLIN, J. (1993): "Emerging Equity Markets in the Global Economy". *Quarterly Review. Federal Reserve Bank of New York*. Summer, pp. 54-83.
- MYNERS, P. (2004): "Myners principles for institutional investment decision-making: review of progress". *H.M. Treasury*. December. Documento obtenido por internet.
- PEROTTI, E.C. y P. van OIJEN (2001): "Privatization, Political Risk and the Stock Market Development in Emerging Economies". *Journal of International Money and Finance*, nº 20, pp. 43-69.
- POTERBA, J.M. (2000): "Stock Market Wealth and Consumption". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, nº 2, Spring, pp. 99-118.
- RAJAN, R.G. y L. ZINGALES (2000): "The Governance of the New Enterprise", en X. VIVES (ed.): *Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge University Press. USA.
- RAJAN, R. y L. ZINGALES (2001): "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century". *Working Paper NBER*, nº 8178. March.
- RAJAN, R. y L. ZINGALES (2002): "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance". *Conference Paper. Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main*. October. Publicado en V. GASPAR, P. HARTMANN, y O. SLEIJPEN (eds.): *The Transformation of the European Financial System*. European Central Bank. Germany, 2003.
- RAJAN, R. y L. ZINGALES (2003,a): "The Emergence of Strong Property Rights: Speculations from History". *Working Paper NBER*, nº 9478. January.
- RAJAN, R. y L. ZINGALES (2003,b): *Saving Capitalism from the Capitalist*. Crown Business. USA.
- REVELL, J. (1997): "Will the Securitised phase last?", en J. REVELL (ed.): *The Recent Evolution of Financial Systems*. MacMillan Press LTD. Great Britain.
- ROE, M.J. (1994): *Strong Managers. Weak Owners The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton University Press.

- ROE, M.J. (2002): "Political Foundations for Separating Ownership from Control", en J.A. McCAHERY et.al. (eds.) *Corporate Governance Regimes. Convergence and Diversity*. Oxford University Press. U.K.
- ROMANO, R. (2002): "Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance", en J.A. McCAHERY et.al. (eds.): *Corporate Governance Regimes. Convergence and Diversity*. Oxford University Press. U.K.
- ROUSSEAU, P.L. y WACHTEL (2000): "Equity market and growth: Cross-country evidence on timing and outcomes 1980-1995". *Journal of Banking & Finance*. N° 24, pp. 1933-1957.
- RYBCZYNSKI, T.M. (1997): "A New Look at the Evolution of the Financial System", en J. REVELL (ed.): *The Recent Evolution of Financial Systems*. McMillan Press LTD. Great Britain.
- SAUNDERS, A. y I. WALTER (2002) : "Are Emerging Market Equities a Separate Asset Class?". *The Journal of Portfolio Management*. Spring, pp. 102-114.
- SHAW, E. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, London.
- SHIRAI, S. (2004): "Testing the Three Roles of Equity Markets in Developing Countries: The Case of China". *World Development*, Vol. 32, n° 9, pp. 1467-1468.
- SINGH, A. (1993): "The Stock-Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock-Markets?". *UNCTAD Review*. N° 4, pp. 1-28.
- SINGH, A. (1997): "Financial Liberalization Stock Markets and Economic Development". *The Economic Journal*. May, pp. 771-782.
- SINGH, A. y B.A. WEISSE (1998): "Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-Term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives". *World Development*, Vol. 26, n° 4, pp. 607-622.
- SMITH, B.M. (2001): *Toward Rational Exuberance. The Evolution of the Modern Stock Market*. Farrar, Straus and Giroud. USA.
- SMITH, G.D. y R. SYLLA (1993): "The Transformation of Financial Capitalism: An Essay on the History of American Capital Markets". *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 2, n° 2, pp. 1-62.
- SORNETTE, D. (2003): *Why Stock Markets Crash*. Princeton University Press. Paperback 2004.
- STIGLITZ, J.E. (1972): "On the optimality of the stock market allocation of investment". *The Quarterly Journal of Economics*. LXXXVI, pp. 25-60.
- STIGLITZ, J.E. (1989): "Financial Markets and Development". *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 5, n° 4, pp. 55-68.
- STIGLITZ, J.E. (1993): "Overview", en A. Giovanni (ed.): *Financial Development. Issues and Experience*. Cambridge University Press.
- STIGLITZ, J.E. (2000): "The Contribution of the Economics of Information to Twentieth Century Economics". *The Quarterly Journal of Economics*. November, pp. 1441-1478.
- SVALERYD, H. y J. VLACHOS (2005): "Financial Markets, the Pattern of Industrial Specialization and Comparative Advantage: Evidence from OECD Countries". *European Economic Review*, N° 49, pp. 113-144.
- TESAR, L.T. (1999): "The Role of Equity in International Capital Flows", en M. FELDSTEIN (ed.): *International Capital Flows*. The University of Chicago Press.
- TIROLE, J. (2002): *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*. Princeton University Press. USA.

- TORRERO, A. (1996): “Keynes como analista financiero”. *Análisis Financiero*. Nº 69, segundo cuatrimestre, pp. 10-22.
- TORRERO, A. (1998 a): “Actualidad de las inquietudes financieras de Keynes”. *Boletín Económico de ICE*. Nº 2576, 8-14 Junio. Reproducido en *Análisis Financiero*, nº 76, Tercer Cuatrimestre, pp. 20-35.
- TORRERO, A. (1998 b): “La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero”. *Civitas*. Madrid.
- TORRERO, A. (2000): “Ideas de Keynes sobre los mercados bursátiles”. *Sistema*. Abril, pp. 159-173.
- TORRERO, A. (2002): “La Economía Mundial en el Siglo XXI. La era de las finanzas”, en E. MARTÍNEZ CHACÓN (dir.) y J. M<sup>a</sup>. GARCÍA ALONSO (coord.): *Economía Mundial*. Ariel Economía. Barcelona.
- TORRERO, A. (2003): *La Burbuja Especulativa y la Crisis Económica de Japón*. Témpora. Madrid.
- TORRERO, A. (2004): “Burbujas e Inestabilidad: El Estado de la Cuestión”. *Servilab. Documento de Trabajo*, nº 3.
- WACHTEL, P. (2001): “Growth and Finance: What do we know and how do we know it?”. *International Finance*, 4:3, pp. 335-362.
- WEBER, M. (1896) : *La Bolsa. Introducción al Sistema Bursátil*. Ariel, Barcelona, 1ª edición Sep. 1987, 2ª Octubre 1987.
- WEBER, K. y G.F. DAVIS (2000): “The Global Spread of Stock Exchanges 1980-1998”. University of Michigan. William Davidson Institute. *Working paper*, nº 341, November.
- WISE MEN (The Committee of) (2000): “On the Regulation of European Securities Markets”. Obtenido por Internet, Brussels, 9 November.
- WOLF, M. (2005): “Outpaced: why are the big eurozone countries and Japan doing worse than English-speaking nations?”. *Financial Times*, January, 13th, p. 13.
- WORLD BANK (1990): “Financial Systems and Development”. *Policy and Research Series*, nº 15, The World Bank, Washington.
- WORLD BANK (2001): *Finance for Growth Policies in a volatile world*. Oxford University Press. USA.

## Documentos de Trabajo de Servilab

- DT-1/97**      **LAS FERIAS Y EXPOSICIONES EN EUROPA COMO FACTORES DE COMPETENCIA Y ESPECIALIZACIÓN URBANA.**  
Juan Ramón Cuadrado Roura y Luis Rubalcaba Bermejo
- DT-2/97**      **UNA APROXIMACIÓN A LAS FUNCIONES DE IMPORTACIÓN Y EXPORTACIÓN DE SERVICIOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA : 1960-1994.**  
Miguel González Moreno y Francisco González Gómez
- DT-3/97**      **EMPLEO Y CUALIFICACIONES LABORALES EN EL SECTOR SERVICIOS. EVOLUCIÓN RECIENTE Y ANÁLISIS PROSPECTIVO.**  
Carlos Iglesias Fernández, Julián Messina Gravovsky y Juan Ramón Cuadrado Roura  
(Agotado)
- DT-4/97**      **EL CONSUMO FAMILIAR DE SERVICIOS EN ESPAÑA : FACTORES EXPLICATIVOS DE LAS DECISIONES DE GASTO.**  
Elena Mañas Alcón (Agotado)
- DT-1/98**      **CRECIMIENTO, PRODUCTIVIDAD Y SERVICIOS AVANZADOS EN EUROPA: IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA.**  
Luis Rubalcaba Bermejo, Alvaro Ortiz Vidal-Abarca y Tomás Mancha Navarro
- DT-2/98**      **LAS CADENAS DE FRANQUICIAS EN ESPAÑA: ESTRATEGIAS EMPRESARIALES Y ORGANIZACIÓN ESPACIAL.**  
Agustin Gámir de Orueta y Ricardo Méndez Gutiérrez del Valle
- DT-3/98**      **LOS SERVICIOS EN LAS RELACIONES INTERSECTORIALES DE LA ECONOMIA: PROPUESTA METODOLOGICA Y EVIDENCIA.**  
José Antonio Camacho Ballesta
- DT-4/98**      **ANÁLISIS DEL EMPLEO POR FORMAS COMERCIALES. ASALARIZACIÓN Y DISMINUCIÓN DEL REFUGIO DE “AUTÓNOMOS”.**  
Javier Casares Ripol, Evangelina Aranda García y Víctor Jesús Martín Cerdeño
- DT-5/98**      **FORMACIÓN EN LAS ACTIVIDADES DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL.**  
Evangelina Aranda García
- DT-1/99**      **PATRONES DE CONVERGENCIA REGIONAL EN LOS SERVICIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.**  
Santiago Martínez Argüelles y Fernando Rubiera Morollón
- DT-2/99**      **INTENSIDAD TECNOLÓGICA Y CARACTERÍSTICAS DEL EMPLEO EN EL SECTOR SERVICIOS**  
Juan Ramón Cuadrado, José Guardia, Carlos Iglesias y Álvaro Ortiz



- DT-3/99**            **FUENTES DE FLUCTUACIÓN SECTORIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**  
Juan Ramón Cuadrado y Álvaro Ortíz.
- DT-4/99**            **LA DEMANDA DE TRANSPORTE DE MERCANCÍAS EN ESPAÑA: FACTORES DETERMINANTES Y UN ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE TRÁFICO EN EL ÁMBITO DE LA UNIÓN EUROPEA.**  
Juan Carlos Martín Hernández y Concepción Román García
- DT-5/99**            **COMPETITIVIDAD Y COMERCIO DE SERVICIOS EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.**  
Luis Rubalcaba Bermejo y David Gago Saldaña
- DT-1/00**            **PRESENCIA Y EFECTOS DE ARRASTRE DE LAS FILIALES EXTRANJERAS DE SERVICIOS A EMPRESAS EN ESPAÑA**  
Teresa Fernández Fernández
- DT-2/00**            **LAS RELACIONES ENTRE SERVICIOS A EMPRESAS E INDUSTRIA EN EL CONTEXTO REGIONAL**  
David Gago Saldaña
- DT-3/00**            **LOCALIZACIÓN EN LA ECONOMÍA SERVINDUSTRIAL: EL CASO ESPAÑOL DE SUBCONTRATACIÓN ELECTRÓNICA**  
Deron Ferguson
- DT-4/00**            **LOS SERVICIOS A LAS FAMILIAS COMO MOTORES DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO**  
Elena Mañas Alcón, Patricia Gabaldón Quiñones y Sonia Gallardo González
- DT-5/00**            **SERVICIOS PÚBLICOS Y CONVERGENCIA INTERREGIONAL EN ESPAÑA**  
Juan R. Cuadrado Roura, Tomás Mancha Navarro y Rubén Garrido Yserte
- DT-6/00**            **ESTRUCTURA PRODUCTIVA, CAMBIO TECNOLÓGICO Y EMPLEO: UN ANÁLISIS DE PERSPECTIVA PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**  
Carlos Iglesias Fernández y Raquel Llorente Heras
- DT-1/01**            **APROXIMACIÓN Y MEDICIÓN DEL COMERCIO ELECTRÓNICO: PRINCIPALES DATOS A NIVEL NACIONAL**  
Laura Núñez Letamendía y Lucía Lisbona Fuentes
- DT-2/01**            **THE DEMAND OF BUSINESS SERVICES IN SPAIN**  
Diego Rodríguez Rodríguez y Fernando Merino de Lucas
- DT-3/01**            **EL SISTEMA ESPAÑOL DE GARANTÍAS RECÍPROCAS**  
Antonio García Tabuenca

- DT-4/01**      **INTERNATIONALISATION OF SERVICE INDUSTRIES: A COMPARATIVE APPROACH**  
 Juan R. Cuadrado Roura y Luis Rubalcaba Bermejo.
- DT-5/01**      **CAMBIO SECTORIAL Y DESEMPLEO EN ESPAÑA. Un análisis de la relación entre terciarización, cambio cualificativo y movilidad laboral en España.**  
 Carlos Iglesias Fernández y Raquel Llorente Heras
- DT-6/01**      **LOS HORARIOS EN LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL: La importancia del tiempo para consumidores, empresas y decisores públicos**  
 Javier Casares Ripol, Victor J. Martín Cerdeño, Evangelina Aranda García y Jesús Santos del Cerro
- DT-1/02**      **EL EMPLEO EN LOS SERVICIOS SOCIALES, CULTURALES Y COMUNITARIOS**  
 Patricia Gabaldon Quiñones, Carlos Iglesias Fernández y Elena Mañas Alcon.
- DT-2/02**      **FACTORES CONDICIONANTES DE LA RELACIÓN ENTRE LA CUOTA RELATIVA DE MERCADO Y EL ROI: Evidencia empírica en el sector manufacturero español.**  
 Justo de Jorge Moreno y Leopoldo Laborda Castillo
- DT-3/02**      **FINANCIACIÓN Y TAMAÑO EMPRESARIAL. LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN ESPAÑA**  
 Antonio García Tabuenca, Fernando Merino de Lucas y David Rubio Retamosa.
- DT-4/02**      **LA CALIDAD DE LA REGULACIÓN EN SERVICIOS: UNA PERSPECTIVA INTERNACIONAL.**  
 Luis Rubalcaba Bermejo, Nuria Fernández Conejero y Juan R. Cuadrado Roura.
- DT-1/03**      **ANÁLISIS DE LA EFICIENCIA EN EL SECTOR DE LOS SERVICIOS AVANZADOS A LAS EMPRESAS: UNA APLICACIÓN PARA EL CASO DEL PRINCIPADO DE ASTURIAS.**  
 Santiago R. Martínez Argüelles, María Pilar Quindós Morán y Fernando Rubiera Morollón
- DT-2/03**      **SERVICIOS Y PARTICIPACIÓN LABORAL Y FEMENINA: ¿EXPLICA LA MENOR TERCIARIZACIÓN LA ESCASA PARTICIPACIÓN DE LA MUJER EN ESPAÑA?**  
 Carlos Iglesias Fernández y Raquel Llorente Heras y Juan R. Cuadrado Roura.
- DT-3/03**      **INTENSIDAD TECNOLÓGICA Y CUALIFICACIONES LABORALES EN LOS SERVICIOS DE LA UE**  
 Andrés Maroto Sánchez y Diego Dueñas Fernández
- DT-4/03**      **RELACIÓN ENTRE LAS CARACTERÍSTICAS DEL EMPRENDEDOR Y LA EFICIENCIA TÉCNICA.**  
 Justo de Jorge Moreno

- DT-5/03**            **ANALISIS DE LA RELACION ENTRE EL CRECIMIENTO EMPRESARIAL, LA EDAD DE LA EMPRESA Y LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD.**  
Justo de Jorge Moreno, Antonio García Tabuenca y Federico Pablo
- DT-1/04**            **MODELO DE EVALUACIÓN Y SELECCIÓN DE PROYECTOS.**  
Justo de Jorge Moreno, Antonio García Tabuenca y Carolina Perondi
- DT-2/04**            **PAUTAS CÍCLICAS EN EL DESEMPLEO EUROPEO.**  
Raquel Llorente Heras
- DT-3/04**            **BURBUJAS E INESTABILIDAD: EL ESTADO DE LA CUESTIÓN.**  
Antonio Torrero Mañas
- DT-4/04**            **EL FENÓMENO DE LA INCUBACIÓN DE EMPRESAS Y LOS CEEIS.**  
Andrés Maroto Sánchez y Antonio García Tabuenca
- DT-5/04**            **¿ES EL FENÓMENO DEL TRABAJO FEMENINO POR CUENTA PROPIA UN BUEN INSTRUMENTO DE POLÍTICA LABORAL?. ANÁLISIS DE ALGUNOS INDICIOS.**  
Carlos Iglesias Fernández y Raquel Llorente Heras
- DT-6/04**            **TITULARIDAD Y EFICIENCIA: EL CASO DE SEAT.**  
Nuria Fernández Conejero