

RELACIONES ENTRE EL SISTEMA FINANCIERO Y LA INDUSTRIA (\*)

(\*\*) José Luis Feito

Estas relaciones, y en especial su manifestación en el caso español, son el principal objeto de análisis de Torrero; todos los capítulos de la parte II, particularmente los capítulos 5,6 y 7, abordan el análisis positivo y normativo de las relaciones entre el sistema financiero y la industria.

La contribución de un sistema financiero eficiente al progreso de la industria y del conjunto de la economía de un país no se cuestiona en estos ensayos. Aceptando la función preponderante de los factores reales en el progreso económico de una sociedad (educación de la población, investigación científica y desarrollo tecnológico, disposición hacia el ahorro, funciones del sector público, eficacia del sistema legal y vigor del espíritu de empresa), un sistema financiero más o menos eficiente puede influir sensiblemente en este progreso. La asignación de recursos prestables entre los usos alternativos, la capacidad de remunerar el ahorro y atraer fondos prestables que permanecerían ociosos, la gestión del mecanismo de pagos agilizando las transacciones que constituyen la vida económica, la transformación de pasivo empresarial en pasivos del sistema financiero con menor riesgo, mayor liquidez y vencimientos más cortos son actividades que, según la eficacia con que se realicen, influyen considerablemente en el progreso industrial y económico de un país.

En este contexto, la cuestión que plantea Torrero es qué tipo de sistema financiero es más eficaz para fomentar el desarrollo industrial, considerando básicamente dos tipos según cuál sea la importancia relativa de la bolsa y de la banca en la financiación de la inversión. Distingue así entre el modelo anglosajón, que rige fundamentalmente en Gran Bretaña y en Estados Unidos, definiéndolo como un sistema en el cual: "... la separación entre instituciones crediticias y empresas industriales determina que el peso de la financiación descansa en los mercados de valores que tienen una gran importancia respecto a otros países" (pg. 126) y otro modelo imperante en el resto de países

---

(\*) Esta es parte de la recensión del libro de A. Torrero "Estudios sobre el sistema financiero". La versión completa de esta recensión aparecerá en el I.C.E.

(\*\*) Socio-Director de A.B. Asesores Bursátiles

industrializados, pero sobre todo en Alemania y Japón, según el cual: "... el sistema financiero ... debe ser beligerante en su ordenamiento. De manera que, aparte de la prestación de los servicios propios de la actividad financiera, se entiende que las entidades bancarias tienen la misión de implicarse en la problemática de los sectores productivos y, en particular, de la industria" (pg. 125).

Torrero suscita aquí una cuestión de suma importancia; es también, desgraciadamente, una cuestión más difícil de dirimir empíricamente de lo que estos ensayos parecen sugerir. Así, por ejemplo, puede ocurrir que un tipo de sistema financiero sea el más eficaz para potenciar el progreso industrial y económico, pero que en el país donde se haya adoptado los factores reales que fundamentalmente determinan dicho progreso sean de peor calidad que en otro país con un tipo de sistema financiero menos eficiente; habría, en este caso, una correlación positiva entre el tipo de sistema financiero menos eficiente y el mayor progreso económico. Por tanto, podría inducir a error inferir, a partir de una muestra de varios países, relaciones entre banca y crecimiento industrial como las que aventura Torrero en el cap. 7 (Las Relaciones Banca-Industria) sin un análisis comparativo del comportamiento de los factores reales en esas economías, análisis que no se efectúa ni en este ni en otros capítulos del libro. Así, en las conclusiones de este cap. 7 el autor asevera: "... la pretendida mayor eficacia del modelo anglosajón no parece corresponderse con la evolución de las economías. Por el contrario, los éxitos en el terreno de la industria y en el logro del crecimiento económico aparecen asociados a modelos donde existe una fuerte implicación de la banca en la industria" (pg. 131).

Dejando, por el momento, estas dificultades a un lado, cabe preguntar, ¿cuál de esos dos tipos de sistema financiero, más o menos simplificado, considera Torrero que sería preferible para nuestro país? El autor no da una respuesta contundente pero claramente considera más adecuado el modelo "no-anglosajón". Aparte de las forzadas conclusiones del cap. 7 mencionadas, que ya delatan las preferencias del autor, en la síntesis de sus convicciones generales sobre el fenómeno financiero con que prologa el libro, nos dice: "... tampoco sostengo que la configuración de los mercados y de las instituciones en nuestro país deba orientarse hacia lo que, en términos generales, se denomina modelo anglosajón y que responde a economías maduras con gran inversión acumulada. A mi juicio, el necesario proceso de

inversión acelerada que requiere la economía española hace necesaria una orientación que favorezca la asignación de recursos a inversiones reales, aun cuando ello suponga un freno a la creciente sofisticación - a mi juicio, en gran parte, estéril - de los instrumentos y de la posibilidad de movilización de la riqueza creada".

Como primera reacción a esta manifestación de Torrero se ha de señalar que cuando Inglaterra empezó a desarrollar el denominado modelo anglosajón era una economía en desarrollo y hay quien sostiene que dicho modelo no fue ajeno al éxito del proceso de industrialización de aquel país. En cualquier caso, el análisis de las relaciones entre el modelo anglosajón de sistema financiero y la evolución industrial de Inglaterra es importante porque ofrece una experiencia histórica preñada de lecciones relevantes para el mundo contemporáneo y conviene examinarla con algún detalle.

Este modelo contempla un sistema donde los bancos comerciales facilitan la financiación del capital circulante y de los inventarios de las empresas; las necesidades de financiación a largo plazo las cubrirían los mercados de valores donde operan los bancos de inversión encargados de colocar las emisiones de bonos y acciones, actuando a veces como aseguradores de estas emisiones. En este modelo, la separación relevante no es tanto entre banca comercial y banca de inversión (un grupo puede poseer ambos tipos de bancos siempre y cuando el balance de cada uno respete las reglas de comportamiento fijadas para cada entorno institucional), ni entre financiación mediante deuda y financiación mediante acciones; la separación que postula el modelo es entre financiación a corto, encomendada a la banca comercial, y financiación a largo plazo encomendada a los mercados de valores. La principal justificación de esta asignación institucional se encuentra en el deseo de reforzar la solvencia de las entidades de crédito, minimizando el impacto de las sacudidas del ciclo económico sobre el sistema financiero. Las entidades de crédito, caracterizadas por tener un pasivo sujeto al riesgo de inmediata disponibilidad, deben tener una cartera de activos cuyo vencimiento medio, liquidez y solvencia permitan cubrir esa extremada liquidez de su pasivo.

Finalmente, un Banco Central, con el monopolio de emisión, tenía encomendada la función de prestamista en última instancia para ejercerla en situaciones de desconfianza generalizada en los depósitos bancarios como medio de pago. Por cierto, no se

entienden bien las alusiones de Torrero sobre donde estaban las voces liberales cuando los bancos centrales intervinieron inyectando liquidez en la crisis bursátil de 1987. Desde que Bagehot ejerciera su poderosa influencia, y en concreto desde 1866, el Banco de Inglaterra, y los Bancos Centrales constituidos a su semejanza, tenían poderes de prestamista en última instancia para utilizarlo en situaciones como la de 1987. La tradición monetarista en economía no solo no ha negado la conveniencia de esa función, sino que ha visto en la gran depresión de los 30 un episodio causado en buena medida porque dicha función no se ejerció correctamente.

Este esquema surgió de la experiencia y el análisis de las cuestiones monetarias a lo largo del siglo XIX. Los impulsos que lo configuraron pretendían, sobre todo, intentar limitar el riesgo de emisiones excesivas de crédito y de pasivo que situaran a los bancos en posiciones vulnerables ante inversiones del ciclo económico. Era la respuesta adecuada para garantizar la solidez de un conjunto de entidades de depósito compitiendo fuertemente por la captación de activo y pasivo en una economía cuya evolución estaba sujeta a pronunciadas y erráticas oscilaciones.

¿Cuál ha sido el comportamiento histórico de este modelo y, en particular, su contribución al desarrollo industrial de Inglaterra? La respuesta de Torrero se alinea con las posiciones críticas del sistema financiero inglés que, según muestra el autor, ya se pergeñaban en el informe McMillan de 1931 y se pueden encontrar con más claridad en las obras de Kaldor y G.R. Edwards que menciona el autor en el cap. 7. Según Torrero y estos autores el modelo financiero sajón tuvo una responsabilidad considerable en el declive industrial de Inglaterra desde principios de siglo. El declive que consideran estos autores no es con respecto a Estados Unidos, cuyo modelo financiero era muy similar al inglés, sino en relación al rápido progreso de Alemania donde el sistema financiero difería marcadamente del inglés, estando los bancos más involucrados en el control accionario de la industria y en suministrarla financiación a largo plazo. A este respecto, se podría aducir el diferente desarrollo industrial en Estados Unidos e Inglaterra, que compartían el mismo tipo de modelo financiero, como prueba de la inocencia de la organización financiera británica en el declive industrial de este país ¿Por qué mientras Inglaterra experimenta un estancamiento de su tasa de crecimiento, Estados Unidos consigue un ritmo de desarrollo industrial incluso más rápido que el de Alemania con un modelo financiero sajón?

Pero volvamos al análisis comparativo de Inglaterra y Alemania que es el objeto primordial de los comentarios de Torrero. Habría que señalar, ante todo, que si bien el ritmo de crecimiento de la industria y del PNB entre el último cuarto de siglo y la primera guerra mundial fue sensiblemente menor en Gran Bretaña que en Alemania, no es sino hasta después de la segunda guerra mundial cuando Alemania (Federal) sobrepasa el nivel de renta del Reino Unido (1). Cabe añadir, además, que el sistema bancario alemán quebró con la hiperinflación experimentada en ese país durante el periodo de entreguerras, arrastrando en su derrumbamiento a la República de Weimar; no está claro que se deba eximir a la organización financiera alemana de toda la responsabilidad en este triste episodio.

En cualquier caso, es indudable que entre el último tercio del siglo XIX y la primera guerra mundial el ritmo de crecimiento industrial y económico de Alemania es sensiblemente superior al del Reino Unido. ¿Tuvo alguna responsabilidad en este declive industrial relativo la organización financiera existente en Gran Bretaña?

La cuestión del declive industrial relativo de Inglaterra ha sido cabalmente analizada, entre otros, por el Nobel W. Arthur Lewis (2), que denominó a este periodo el climaterio británico y que no es nada sospechoso de proclividades liberales. Su razonamiento se puede resumir como sigue.

A lo largo del periodo de referencia, el Reino Unido registró una considerable propensión al ahorro y una baja propensión a invertir en el país, generándose un amplio diferencial entre ambas magnitudes que determinaba una elevada relación inversión exterior/producto nacional ¿Por qué se invertía tanto en el exterior y tan poco en el país? Lewis considera dos posibles respuestas: (i) porque la inversión en el exterior era muy rentable y drenaba fondos que se hubieran aplicado a la industria nacional, (ii) porque no había suficientes posibilidades de inversión en el país y, por lo tanto, una parte del ahorro nacional se dirigía a financiar proyectos de inversión en el resto del mundo. En el primer caso, el problema estaría en el lado de la oferta del mercado de capitales y cabría considerar alguna

---

(1) Ver Kindleberger, Ch. P. (1978), pg. 185 y siguientes.

(2) Sobre todo, en Lewis, W. Arthur (1978), pg. 112 y siguientes.

responsabilidad de los circuitos de intermediación; en el segundo caso, el problema se originaría por el lado de la demanda de fondos prestables y serían factores reales los responsables del deficiente comportamiento de la inversión industrial.

Lewis desestima la primera respuesta, porque la caída y los bajos niveles de los tipos de interés y de la tasa de beneficio durante esos años son difícilmente compatibles con la hipótesis de escasez de capital en los mercados domésticos; por otro lado, señala Lewis, la inversión en el extranjero tampoco era mucho más rentable que la inversión nacional. Así pues, concluye Lewis, los mercados de capital hubieran facilitado más fondos prestables para invertir en el país si la demanda de capital por parte del sector industrial hubiera sido mayor.

La debilidad relativa de la demanda de capital se debía, pues, esencialmente a la relativamente menor tasa de beneficio. Lewis considera que la baja inversión relativa del Reino Unido indujo ritmos de productividad y de avance tecnológico inferiores a los de países como Alemania y Estados Unidos y ello determinó el menor crecimiento de la industria en relación con la de estos países.

Las causas de esta menor inversión relativa había que buscarlas por una parte en las condiciones del mercado de trabajo británico, más castigado por desempleo cíclico que otros mercados continentales, y por otra en las actitudes de los sindicatos que, según Lewis, impidieron la adopción de los métodos de trabajo y de la tecnología que estaban elevando rápidamente los niveles de rentabilidad de la industria en Alemania y Estados Unidos. El comportamiento de los Sindicatos, según Lewis, se debía precisamente a la precariedad e incertidumbre a que estaban sometidos los obreros industriales en la Inglaterra de la época. Además, se debe añadir que en el proceso de crecimiento del Reino Unido la reinversión de beneficios fue la principal fuente de financiación de la inversión industria, como también lo fue en Estados Unidos y Alemania <sup>(1)</sup> de forma que la tasa de beneficio es la principal variable explicativa del crecimiento de la industria en el periodo de referencia.

---

(1) En la mejor obra sobre el sistema financiero inglés del periodo de entreguerras, Lavington, F. (1921), se estima que la autofinanciación cubriría del orden del 50 por ciento de las necesidades de capital de la industria (pag. 281). Ver también Cehe (1978).

En resumen, parece razonable sostener que el modelo financiero sajón no contiene elementos que entorpezcan el crecimiento de la industria. De hecho, se puede sostener que dicho modelo, que enfatiza la solvencia del sistema financiero y la estabilidad de las condiciones monetarias como requisitos para un crecimiento económico sostenido, continua siendo una valiosa guía para orientar la legislación actual en este área.

En cualquier caso, concuerdo plenamente con Torrero cuando recalca que la importancia de estos temas no guarda proporción con la discusión que a nivel intelectual o público se efectúa de los mismos. Torrero, a mi juicio, está en lo cierto cuando delata la adopción de decisiones importantes de política financiera, o de política económica, sin que las preceda, o las siga, un debate razonable en los ámbitos profesionales pertinentes.

**Referencias**

- Auerbach, A.J., ed. Mergers and Acquisitions. National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 1988.
- Browne L.E. and Rosenguen, E.S. ed. The Merger Boom. Federal Reserve Bank of Boston, 1987.
- Cehe, (Cambridge Economic History of Europe) Vol. VII. The Industrial Economies: Capital, Labour, and Enterprise, CUP 1978.
- Kindleberger, Ch. P., Economic Response: Comparative Studies in Trade, Finance, and Growth. Harvard University Press, 1978.
- Lavington, F., The English Capital Market, Augustus M. Kelley, New York 1968 (First Edition, London 1921).
- Lewis, W. Arthur, Growth and Fluctuations, Allen & Unwin, London, 1978.
- Skidelsky, R., John Maynard Keynes, Vol. I: Hopes Betrayed McMillan London, 1983.