

JOHN KAY

El dinero de los demás

El verdadero negocio de las finanzas



RBA

Título original: *Other People's Money*

© John Kay, 2015, 2016.

© de la traducción: Javier Sanjulián y Anna Solé, 2017.

© de esta edición digital: RBA Libros, S.A., 2017.

Diagonal, 189 - 08018 Barcelona.

www.rbalibros.com

REF.: ODBO157

ISBN: 9788490569610

Composición digital: Newcomlab, S.L.L.

Queda rigurosamente prohibida sin autorización por escrito del editor cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra, que será sometida a las sanciones establecidas por la ley. Todos los derechos reservados.

Índice

Citas

Prólogo. La parábola del buey

Introducción. Demasiado de algo bueno

Primera parte. Financiarización

1. Historia

2. Riesgo

3. Intermediación

4. Beneficios

Segunda parte. Las funciones de las finanzas

5. Asignación de capital

6. El canal de los depósitos

7. El canal de la inversión

Tercera parte. Política

8. Regulación

9. Política económica

10. Reforma

11. El futuro de las finanzas

Epílogo: El traje nuevo de la guardia del emperador

Agradecimientos

Bibliografía

Notas

De entre las numerosas obras sobre temas económicos que aparecen hoy en día a nivel internacional, la colección **ECONOMÍA** de RBA tiene como objetivo seleccionar solo las mejores, las que recojan con mayor claridad las ideas más innovadoras en torno a los problemas y debates de mayor actualidad en la realidad económica mundial. Siguiendo los criterios de calidad, lucidez y modernidad, un comité editorial dirigido por Antoni Castells y formado por Josep Maria Bricall, Guillermo de la Dehesa y Emilio Ontiveros seleccionará regularmente los ensayos más sobresalientes en este ámbito. Así, con la aparición de media docena de títulos anuales, RBA quiere conformar una selecta biblioteca de actualidad económica que cumplirá dos grandes objetivos: por un lado, reunir libros de un alto nivel de calidad, escritos por economistas de reconocido prestigio y, por otro, convertir la colección en un atlas que radiografíe la realidad económica que vivimos, de un modo ameno y comprensible para quienes no estén profesionalmente familiarizados con los temas tratados.

La colección **ECONOMÍA** abordará los más diversos aspectos vinculados a esta ciencia social en constante evolución sin restringir los ámbitos de sus análisis, que podrán ser nacionales, europeos o globales. De este modo, el lector interesado podrá encontrar libros que luchan por acabar con ideas profundamente arraigadas en la política y el pensamiento económico actuales (como es el caso de *El Estado emprendedor*, de Mariana Mazzucato), trabajos que desde una interesante perspectiva histórica ofrecen una visión al-

ternativa sobre los fundamentos del actual sistema capitalista y propuestas innovadoras (tal es el caso de *El capital en el siglo XXI*, de Thomas Piketty) o certeros estudios sobre una realidad concreta, escritos por los mejores expertos sobre cada tema (como por ejemplo *Europa sin euros*, de David Marsh). Una colección, en definitiva, destinada a lectores con inquietudes y con afán de comprender mejor el mundo cambiante de la economía.

Ahora bien, no es razonable esperar que los directivos de estas compañías, al manejar mucho más dinero de los demás que de ellos mismos, lo vigilen con el mismo ansioso cuidado con el que vigilan una y otra vez el suyo los socios de una empresa particular. [...] En consecuencia, el manejo de los negocios de esas compañías siempre está caracterizado en alguna medida por la negligencia y la prodigalidad.

ADAM SMITH, *La riqueza de las naciones*, 1776

Cuando hablo de las altas finanzas como factor dañino en los años recientes, estoy hablando de una minoría en la que se incluye el tipo de individuo que especula con el dinero de los demás; y ustedes en Chicago saben muy bien a qué me refiero.

FRANKLIN D. ROOSEVELT,
discurso de la campaña presidencial de Estados Unidos,
Chicago, 14 de octubre de 1936

PRÓLOGO

LA PARÁBOLA DEL BUEY¹

En 1906, el gran estadístico Francis Galton fue testigo de una competición que consistía en adivinar el peso de un buey en una feria agrícola. Participaban ochocientas personas. Galton, siendo el tipo de hombre que era, llevó a cabo un análisis estadístico de las cifras. Descubrió que la estimación media estaba considerablemente cerca del peso del buey. James Surowiecki explicó esta historia en su entretenido libro *Cien mejor que uno: la sabiduría de la multitud o por qué la mayoría siempre es más inteligente que la minoría*.²

No hay demasiada gente que conozca los hechos subsiguientes. Unos años más tarde, parecía que las básculas se habían vuelto menos fiables. Repararlas era bastante caro, pero el organizador de la feria tuvo una idea brillante. Puesto que los asistentes eran tan buenos adivinando el peso del buey, no era necesario arreglar las básculas. Simplemente pediría a todos que adivinaran el peso y calcularía la media de sus estimaciones.

Sin embargo, apareció un nuevo problema. Cuando estas competiciones se hubieron generalizado, algunos participantes empezaron a hacer trampas. Incluso había quien trataba de conseguir información privilegiada sobre el ganadero que había criado al buey. Existía el temor de que, si algunos concursantes obtenían alguna ventaja, otros serían

reticentes a entrar en la competición. Con pocos participantes, ya no se podría confiar en la sabiduría de las masas. El proceso de acertar el peso se vería perjudicado.

En consecuencia, se introdujeron normas regulatorias. Se solicitó al ganadero que elaborase boletines trimestrales sobre la evolución del buey. Estos boletines se exhibían en la puerta del mercado para que todo el mundo los pudiese leer. Si el ganadero proporcionaba información adicional sobre el animal a sus amigos, esta información también debía publicarse en la puerta del mercado. Cualquiera de los participantes en la competición que tuviese información sobre el buey que no estuviese disponible para los demás sería expulsado del mercado. De esta forma, se mantenía la integridad del proceso.

Analistas profesionales examinaban cuidadosamente los contenidos de las nuevas reglas y aconsejaban a sus clientes sobre sus implicaciones. Agasajaban a los granjeros con banquetes; pero cuando se les exigió que fueran cuidadosos con la información que revelaban, estas comidas se volvieron menos útiles. Algunos analistas más listos se dieron cuenta de que, de todos modos, conocer la alimentación y la salud del buey tampoco era tan útil. Puesto que el buey ya no se pesaba —lo que importaba eran las estimaciones de los espectadores—, la clave del éxito no residía en adivinar correctamente el peso del buey, sino en adivinar las estimaciones de los demás. O lo que los demás estimarían que los demás estimarían. Y así sucesivamente.

Algunos —como el viejo ganadero Buffett— afirmaban que los resultados de este proceso estaban cada vez más alejados de la realidad de la cría de bueyes. Pero les ignoraron. Ciertamente, los animales del ganadero Buffett parecían

saludables y bien alimentados, y sus finanzas cada vez más prósperas; pero era un hombre de campo que, en realidad, no entendía cómo funcionan los mercados.

Se crearon órganos internacionales para definir las reglas del concurso de adivinar el peso del buey. Había dos patrones que competían: los principios generalmente aceptados sobre pesaje de bueyes y los estándares internacionales de pesaje de bueyes. Pero ambos coincidían en un principio fundamental, consecuencia de la necesidad de eliminar el papel de la valoración subjetiva de cada individuo. El peso de un buey se definió oficialmente como el promedio de todas las estimaciones.

Una de las dificultades residía en que a veces existían pocas estimaciones del peso del buey (o incluso ninguna). Pero este problema pronto se resolvió. Matemáticos de la Universidad de Chicago desarrollaron modelos a partir de los cuales se podía predecir aproximadamente cuál habría sido el promedio de las estimaciones del peso del buey, en el caso de que estas hubiesen existido. No se requería ningún conocimiento sobre cría de animales, solo un ordenador potente.

Para entonces, ya existía una gran industria de adivinos de peso profesionales, organizadores de competiciones de acertar pesos y asesores que ayudaban a la gente a afinar sus estimaciones. Algunos sugirieron que podría ser más barato arreglar las básculas, pero fueron ridiculizados: ¿para qué volver a atrás y confiar en el juicio de un único subastador, cuando uno se puede beneficiar de la toda la sabiduría sumada de tanta gente inteligente?

Y entonces el buey murió. En medio de toda esta frenética actividad, resulta que nadie se acordó de alimentarlo.

INTRODUCCIÓN

DEMASIADO DE ALGO BUENO

En la City, compran y venden. Y nadie les pregunta nunca por qué. Pero, como son felices comprando y vendiendo, Dios les perdone, bien pueden hacerlo.

HUMBERT WOLFE,
The Uncelestial City, 1930

Cualquiera que pasee bajo los rascacielos de Wall Street, o de la City de Londres y su anexo de Canary Wharf, quedará impresionado por la escala y el alcance de las finanzas modernas. Los logotipos exhiben nombres familiares como Citigroup y HSBC. Placas de latón más discretas identifican a organizaciones que no tratan con el público general. El edificio que contiene la sede central más importante de la industria, la oficina principal de Goldman Sachs en el número 200 de West Street, en Manhattan, permanece anónima. Las instalaciones son espléndidas, hay limusinas por doquier. Los directivos que trabajan en estos despachos de lujo ganan más en un mes que la mayoría de la gente en toda su vida. Pero ¿qué hacen? A una escala mucho más allá de lo imaginable, comercian entre ellos.

Los activos de los bancos británicos ascienden a alrededor de siete billones de libras, cuatro veces la suma de la

renta personal de todos los habitantes de Reino Unido. Los pasivos de estos bancos alcanzan un volumen similar. Los activos de los bancos británicos suman cinco veces los pasivos del gobierno británico. Pero los activos de estos bancos consisten sobre todo en derechos sobre otros bancos. Sus pasivos son mayoritariamente obligaciones hacia otras instituciones financieras. Los préstamos a empresas y particulares dedicados a la producción de bienes y servicios —aquellos que la mayoría de la gente imaginaría que es el negocio principal de un banco— representan alrededor del 3% de este total (véase el capítulo 6).

Los bancos modernos —y la mayoría de las restantes instituciones financieras— comercian con títulos, y el crecimiento de este comercio es la principal explicación del crecimiento del sector financiero. El sector financiero crea derechos sobre activos —los activos operativos y los beneficios futuros de una empresa, o las propiedades físicas y los ingresos previstos de un individuo— y casi cualquiera de estos derechos puede convertirse en un título comercializable. El «*trading* de alta frecuencia» se lleva a cabo a través de ordenadores que constantemente compran y venden valores. El intervalo durante el cual el propietario posee estos valores puede ser —literalmente— más breve que un parpadeo. Spread Networks, un proveedor de telecomunicaciones, ha construido recientemente un enlace a través de la cordillera de los Apalaches para reducir a poco menos de un milisegundo el tiempo que se tarda en transmitir datos entre Nueva York y Chicago.

El comercio mundial ha crecido rápidamente, pero el volumen de negocio en el mercado de divisas ha crecido mucho más. El valor de las transacciones diarias de divisas es

casi cien veces el valor del comercio internacional diario de bienes y servicios. El volumen anual de los pagos procesados en Reino Unido es de 75 billones de libras: alrededor de cuarenta veces la renta nacional británica. El comercio de títulos ha crecido rápidamente, pero la explosión en el volumen de actividad financiera es, en gran medida, atribuible al desarrollo de los mercados de derivados, llamados así debido a que su valor se deriva del de otros títulos. Si los títulos son derechos sobre activos, los derivados son derechos sobre otros títulos, y su valor depende del precio, y en última instancia del valor, de estos títulos subyacentes. Una vez creados los derivados, se pueden crear otras capas de derivados, y así sucesivamente. El valor de los activos subyacentes a estos contratos derivados es tres veces el valor de todos los activos físicos del mundo.

¿Para qué sirve todo esto? ¿Cuál es el objetivo de esta actividad? ¿Y por qué es tan rentable? El sentido común sugiere que, si varias personas intercambian continuamente pedazos de papel entre ellas dentro de un círculo cerrado, el valor total de estos pedazos de papel no cambiará demasiado, si es que lo hace. Si algunos miembros de este círculo cerrado obtienen beneficios extraordinarios, estos beneficios solo pueden haberse conseguido a expensas de otros miembros del mismo círculo. El sentido común sugiere que esta actividad deja prácticamente inalterado el valor de los activos intercambiados y no puede, tomada en conjunto, generar dinero. ¿Qué hay de erróneo, exactamente, en esta perspectiva del sentido común?

No demasiado, concluiré. Pero para justificar esta conclusión será necesario examinar las actividades del sector financiero y las formas en que esta industria hace, o puede

hacer, mejores nuestras vidas y más eficientes nuestras empresas. Analizar la contribución económica de este sector es complejo, porque existen muchas dificultades para interpretar la información registrada sobre el producto y la rentabilidad de sus actividades. Aun así, demostraré que esta rentabilidad está sobredimensionada, que el valor del producto está mal contabilizado en las estadísticas económicas y que mucho de lo que hace esta industria contribuye poco, o nada, a la mejora de nuestras vidas y a la eficiencia de las empresas. Además, muchas de las actividades que el sector financiero podría llevar a cabo para promover estos objetivos sociales y económicos no las realiza correctamente, o en algunos casos no las realiza en absoluto.

Las sociedades modernas necesitan de las finanzas. La evidencia acerca de este hecho es amplia y concluyente, y la relación es clara y causal. Las primeras etapas de la industrialización y el incremento del comercio global coincidieron con el desarrollo de las finanzas en países como Reino Unido y Holanda. Si analizamos el mundo actual, la evidencia estadística asocia niveles y crecimiento de la renta per cápita con el desarrollo de las finanzas.¹ Incluso las iniciativas modestas que facilitan los pagos y proporcionan pequeños créditos en países pobres pueden tener efectos sustanciales sobre la actividad económica.

Disponemos de un experimento que pone a prueba esta relación causal: los Estados comunistas suprimieron el sector financiero. El desarrollo de las instituciones financieras en Rusia y China se vio frenado por las revoluciones de 1917 y 1949. Checoslovaquia y Alemania Oriental habían desarrollado sistemas financieros sofisticados antes de la Segunda Guerra Mundial, pero los gobiernos comunistas

cerraron los mercados de crédito y valores en favor de una planificación centralizada para la asignación de recursos a las empresas. La ineficacia y la ineficiencia de este proceso contribuyeron directamente a los deplorables resultados económicos de estos Estados.

Un país solo puede ser próspero si tiene un sistema financiero que funcione correctamente, pero esto no implica que cuanto más grande sea el sistema financiero, mayor ha de ser la probabilidad de convertirse en un país próspero. Es posible tener demasiado de algo bueno. La innovación financiera es crucial para la creación de una sociedad industrial, pero esto no implica que cualquier innovación financiera moderna contribuya al crecimiento económico. Muchas buenas ideas se convierten en malas cuando se aplican en exceso.

Y esto es lo que ocurre con las finanzas. El sector financiero desempeña hoy en día un papel político crucial: es el grupo de presión industrial más poderoso y uno de los principales contribuyentes a la financiación de las campañas electorales. Los boletines de noticias informan diariamente sobre lo que ocurre en «los mercados», un término con el que se refieren a los mercados de valores. La política empresarial está dominada por las finanzas: la búsqueda de «valor para el accionista» ha sido un mantra durante las últimas dos décadas. La política económica se orienta hacia lo que piensan «los mercados» y las familias se ven obligadas a recurrir cada vez más a «los mercados» para garantizar su seguridad durante la jubilación. Las finanzas son la carrera profesional que elige una elevada proporción de los mejores graduados de las mejores escuelas superiores y universidades.

Describiré como «financiarización» el proceso a través del cual el sector financiero ha consolidado esta posición económica dominante durante los últimos treinta o cuarenta años. Esta grotesca palabra sintetiza de forma útil un proceso histórico que ha tenido profundas implicaciones para nuestra política, nuestra economía y nuestra sociedad.² También usaré el término «crisis financiera global» para referirme a los hechos acontecidos en 2007-2009 y sus consecuencias.³

No obstante, este no es otro libro sobre la crisis financiera global: es un libro sobre la naturaleza de las finanzas y los orígenes de la financiarización. Los grandes cambios en la organización social y económica son producto generalmente de la combinación de un aumento de la influencia política de unos determinados grupos sociales, de la promoción de un marco de ideas favorable y de una coyuntura global propicia. Así se configuró la economía de mercado moderna, así arraigó la democracia y así, durante el siglo xx, emergió —y desapareció— el socialismo. Este proceso explica el otro gran desarrollo del que he sido testigo a lo largo de mi vida: la expansión del ámbito de la economía de mercado desde una población de menos de mil millones de personas hasta afectar, para bien o para mal, a la mitad de la población del planeta. En la primera parte de este libro describiré los cambios políticos, el marco intelectual y los grandes cambios tecnológicos y económicos que dieron lugar a la financiarización.

Una característica notable de la crisis financiera global es que la mayoría de las personas que trabajan en el sector financiero parece opinar que es obvio que el gobierno y los contribuyentes tienen la obligación de asegurar que el sec-