



ENDEUDAMIENTO, INESTABILIDAD FINANCIERA Y CRISIS

**ALEJANDRO INURRIETA
ECONOMISTA.**

INURRIETA CONSULTORIA INTEGRAL

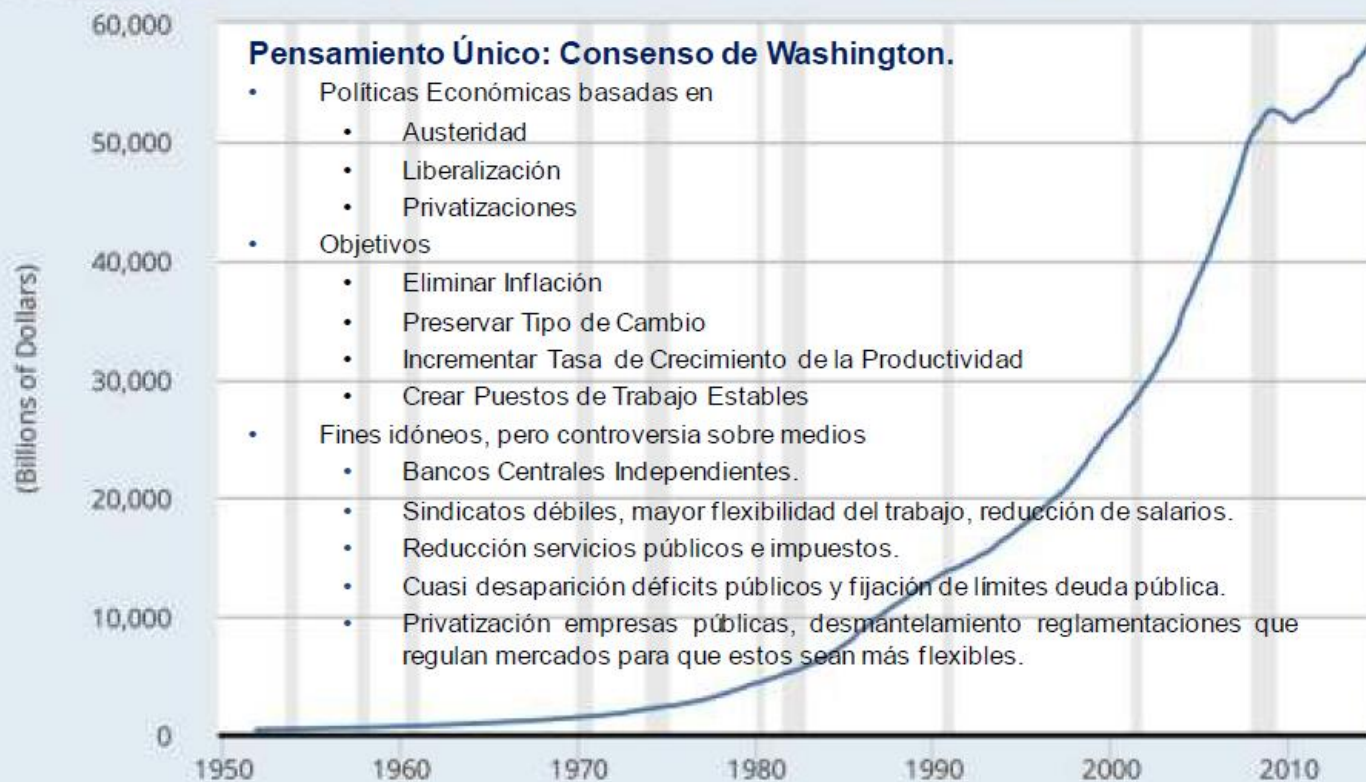
1

○ FINANCIARIZACIÓN ECONOMÍA Y CRISIS

- **Predominio de actividad financiera sobre economía real ha provocado:**
 - Inflación de activos
 - Reducción de la inversión
 - Aumento del desempleo
 - Deflación salarial,
 - Endeudamiento global
 - Incremento desigualdades,
 - Delicada situación del sistema bancario
 - Apalancamiento masivo de los bancos sistémicos



— All Sectors; Credit Market Instruments; Liability, Level (DISCONTINUED)



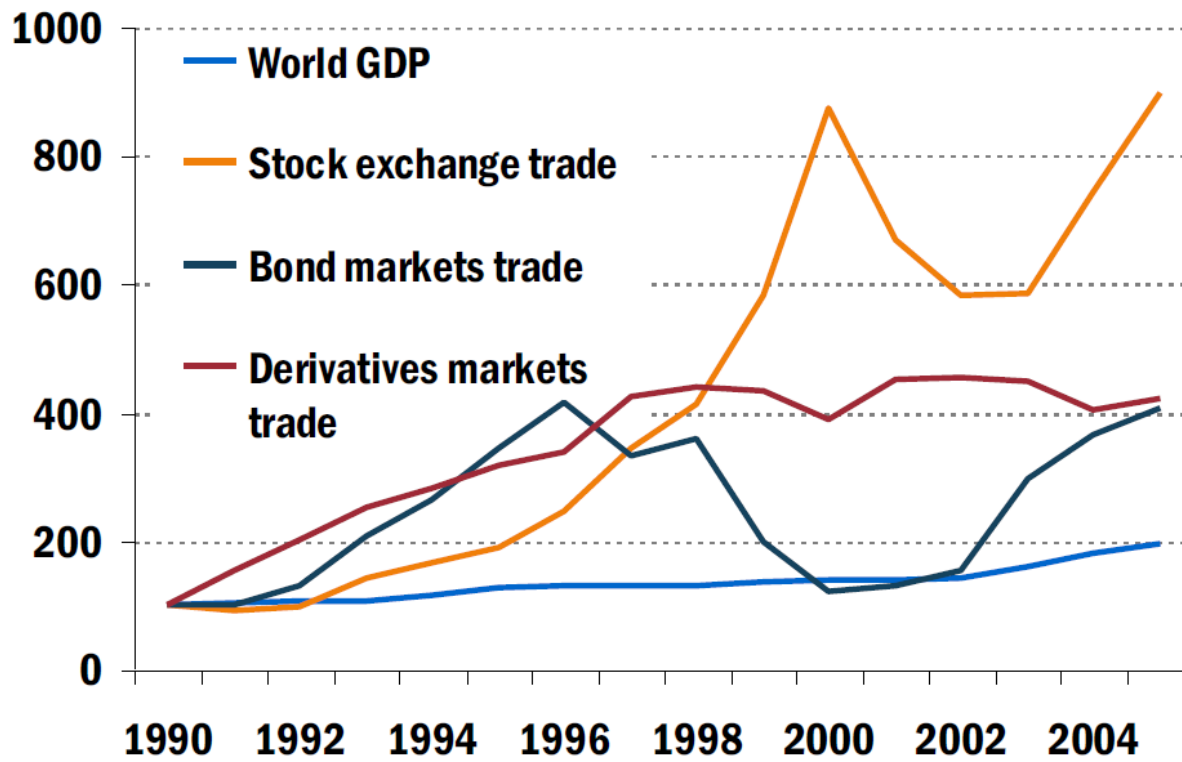
Pensamiento Único: Consenso de Washington.

- Políticas Económicas basadas en
 - Austeridad
 - Liberalización
 - Privatizaciones
- Objetivos
 - Eliminar Inflación
 - Preservar Tipo de Cambio
 - Incrementar Tasa de Crecimiento de la Productividad
 - Crear Puestos de Trabajo Estables
- Fines idóneos, pero controversia sobre medios
 - Bancos Centrales Independientes.
 - Sindicatos débiles, mayor flexibilidad del trabajo, reducción de salarios.
 - Reducción servicios públicos e impuestos.
 - Cuasi desaparición déficits públicos y fijación de límites deuda pública.
 - Privatización empresas públicas, desmantelamiento reglamentaciones que regulan mercados para que estos sean más flexibles.

Source: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)
research.stlouisfed.org

○ **¿Cómo acaba esto?**

- Deflación por deuda a la “Mundell”
- Caída generalizada de precios por incapacidad de los deudores de pagar la deuda
- Reducción de la inversión ante el temor de que los precios puedan seguir cayendo.
- Tipos de interés reales se elevan sobre los nominales y se entra en recesión.



Fuente: Álvarez (2005), con datos del BIS y del FMI

○ **Fragilidad Financiera: Mynsky.**

- Gran parte de la innovación financiera se dirigió fuera de la esfera de la producción, a instrumentos financieros complejos relacionados con hipotecas titulizadas, a mercados de futuros y una amplia gama de otros derivados financieros.
- Grandes empresas tienen una visión cortoplacista.
- No se fomenta la inversión a largo plazo, solo la especulativa.
- Los líderes empresariales han respondido con acciones que favorecen a los accionistas:
 - Recompras de acciones o aumentos de dividendos
 - No han invertido en innovación, mano de obra especializada o gastos de capital necesarios para sostener el crecimiento a largo plazo.

- La idea más absurda del mundo:
- “*Maximización del valor del accionista*”:
Jack Welch. EJECUTIVO DEL SIGLO XX
- Origen del concepto: trabajo de Arrow-Debreu (1950): en presencia de mercados completos y mercados perfectos, es eficiente que todos los actores económicos actúen en defensa de sus propios intereses.
- También se identifica con Friedman (1970): la única responsabilidad social del empresario es utilizar sus recursos y actividades para obtener beneficios.

- **Argumento Friedman:** *Corporaciones no son personas, y por tanto su función objetivo es únicamente obtener beneficios para sus accionistas.*
- Jensen y Meckling (1976): el problema se reduce a uno denominado de agencia en el que los **gerentes (agentes)** maximizan la riqueza de sus accionistas (**principal**)
- **Bajo un mercado eficiente;** los precios de las acciones es la mejor estimación de ingresos futuros de una empresa, por lo que los gerentes **maximizando el valor bursátil, maximizan la riqueza de los accionistas.**

- **Qué idea subyace:** para alinear gerentes y accionistas hay que pagarles en una forma similar.
- **El argumento utilizado:** hasta que los gerentes no impongan un sistema retributivo que incluya pago variable por resultados, las empresas y los accionistas tendrán un comportamiento pobre.
- **Estos argumentos:** fruto del trabajo académico, pero que ha calado entre los actores reales del mercado.

- **Business Roundtable:** Asociación CEOS de las principales empresas americanas (1981):
- **“Empresas tienen una responsabilidad: proveer bienes y servicios a precios razonables, obteniendo un beneficio, atraer inversiones, crear puestos de trabajo y construir la economía”.**
- **Esto se trasmutó en 1997: “Principal objetivo de una empresa es generar valor y rendimientos a sus propietarios. Si el CEO y los gerentes no se focalizan en el valor bursátil, la empresa no logrará sus objetivos.**

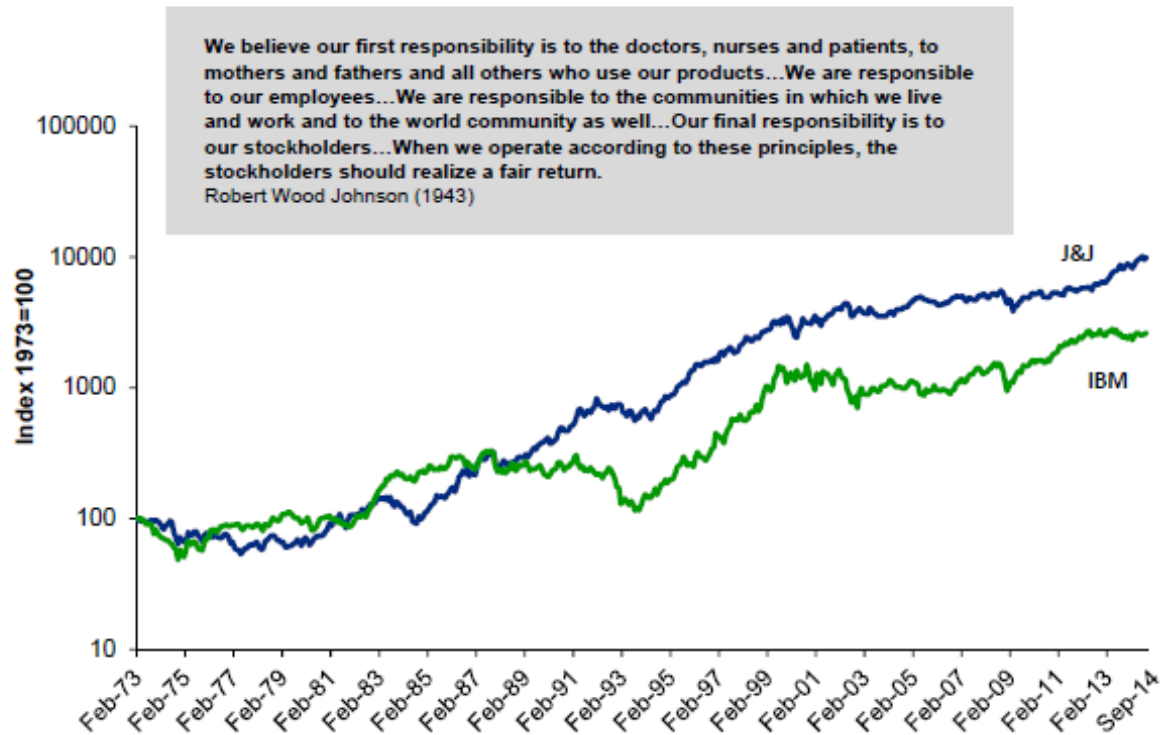
- **Ejemplo de obsesión por MVA (maximizar valor accionista): IBM.**
- **Tony Watson (hijo del fundador): Enumeró los tres principios:**
 - 1. Respeto por los trabajadores**
 - 2. Maximizar la calidad del servicio al clientes**
 - 3. Búsqueda de la excelencia**

Evolución de la cotización de IBM



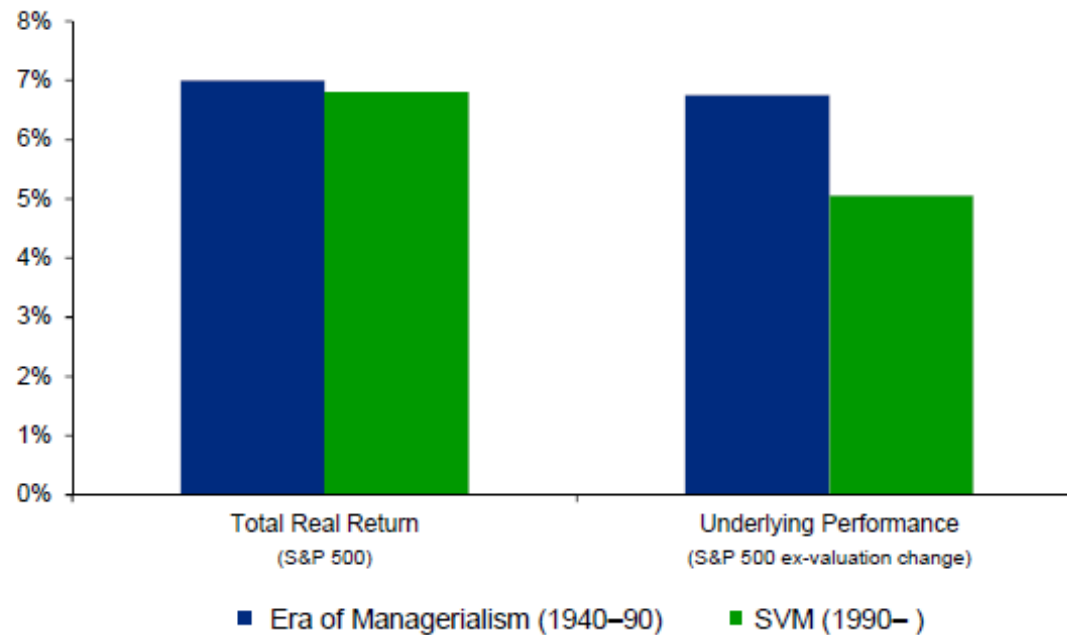
- En los primeros 90, **IBM el rendimiento nominal estuvo plano desde los 70.**
- **Llegó Gerstner (CEO):** Nuestra primera medida de éxito es la satisfacción del cliente y el valor del accionista.
- Roadmap de 2010: **el objetivo cambió y se redujo a doblar los ingresos por acción en el horizonte de los próximos 5 años.**
- Según el gráfico: **parecería que existe evidencia del poder del MVA.**
- Después del periodo de escaso valor de la acción, parecería que el cambio de estrategia provocó un gran auge bursátil. Comparación IBM J&J

Comparación IBM J&J



- La diferencia entre IBM y J&J desmiente esta correlación entre auge bursátil y MVA.
- **J&J: Nuestra primera responsabilidad es defender a los médicos, enfermeras y pacientes. Nuestra última responsabilidad es para con los stockholders (trabajadores, clientes, etc)**
- **J&J busca un retorno justo.**

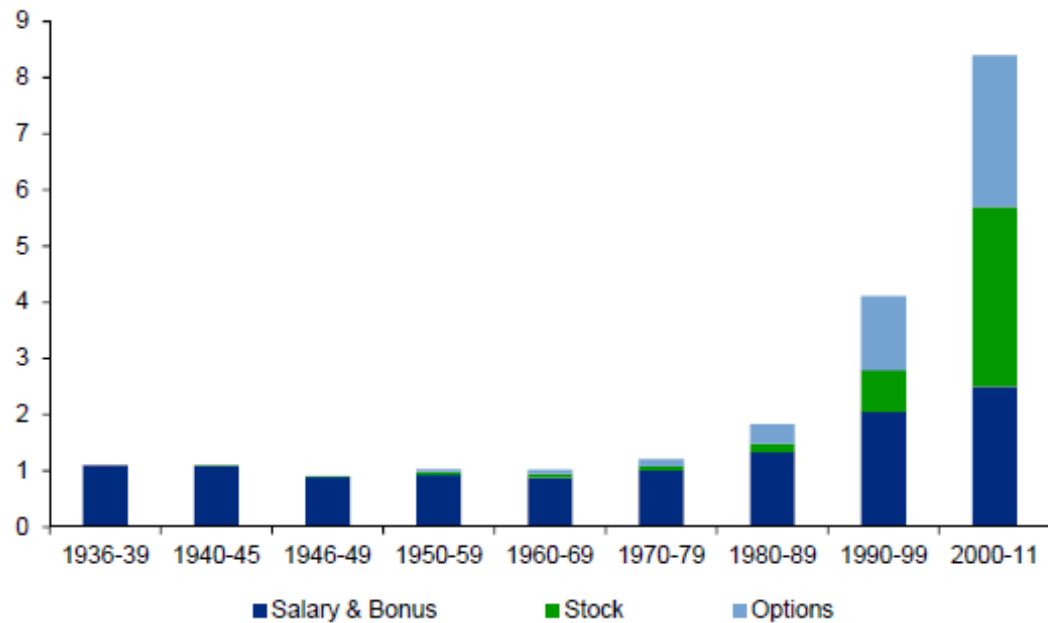
Histórico de rendimientos ajustados y sin ajustar



- Se pueden comparar las dos eras:
- **Era del management** (fomento de la dirección empresarial) 1940-1990
- **Era de MVA (1990-2014)**
- Gráfico:
- **Teóricamente el rendimiento ha sido similar (rendimiento real total). Segundo análisis (ajustado por cambios en valoración):** refleja el precio que el mercado fija en función de dichos cambios.
- **En esta faceta: los rendimientos en la era del MVA son realmente inferiores a la era del management.**

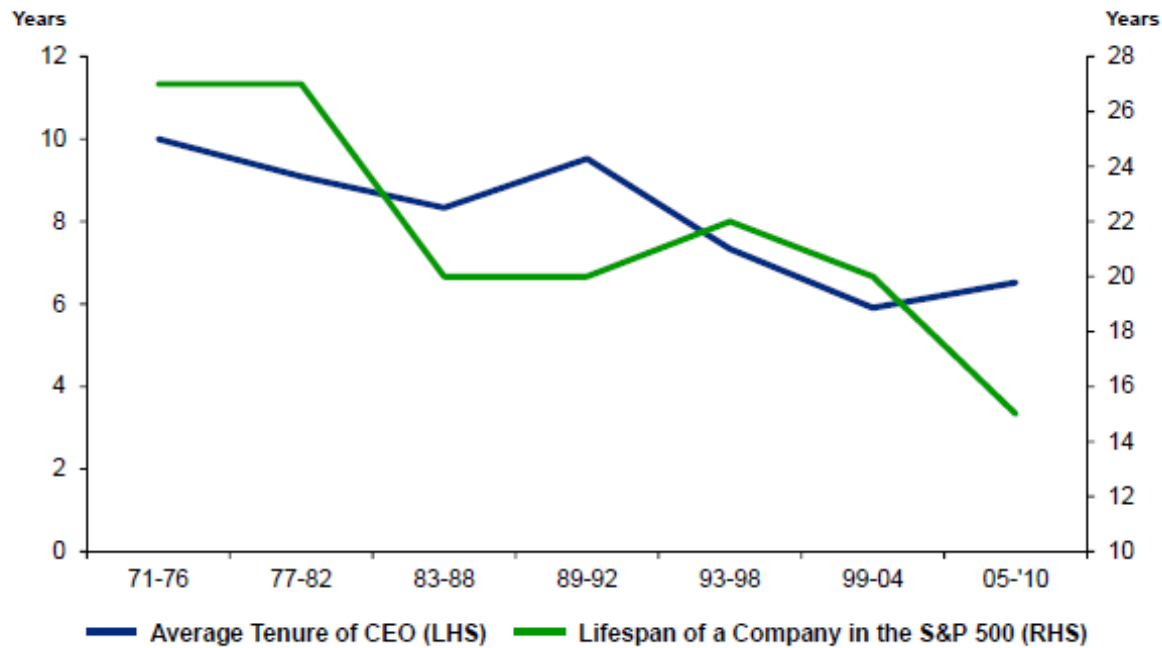
- **¿Qué ha fallado?**
- Composición del salario de los CEO: el componente del salario ligado al comportamiento bursátil.
- **ERA management: el salario se componía de salario + bonus**
- **Era MVA: 2/3 del salario de los CEO estaban ligados a acciones y opciones**

Descomposición del salario de CEO



- **Otros cambios en la estructura empresarial entre las dos ERAS:**
- **La expectativa de vida de las empresas y los años de permanencia de los CEOs. En ambos casos se han reducido drásticamente.**

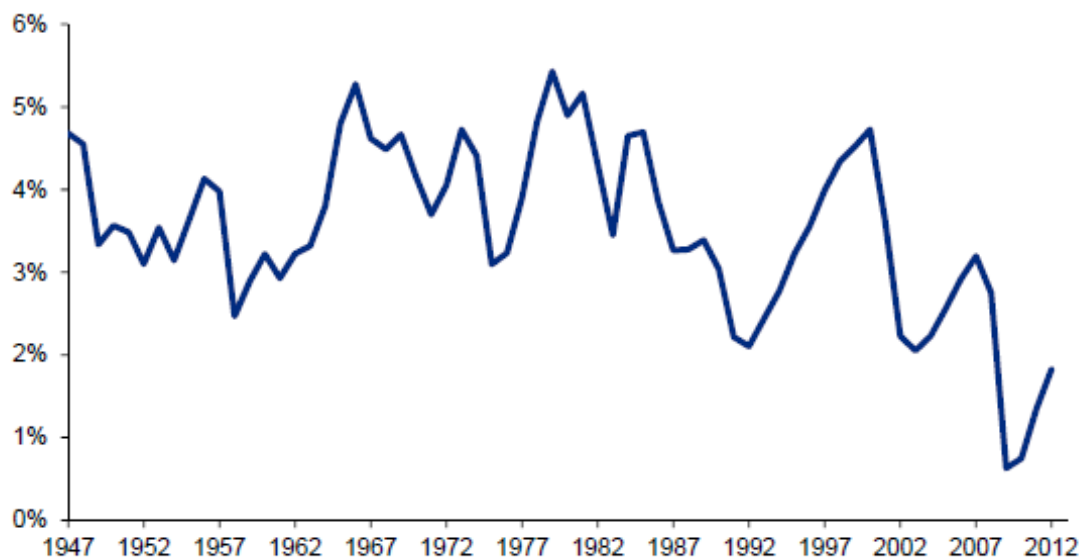
Vida media de las empresas y permanencia de CEOS



- **En los años 70:** la vida media de una empresa del S&P era de 27 años. **En los últimos años apenas llegan a 15 años.**
- La permanencia de los CEOs ha pasado de 12 años en los años 70. **En la última era, apenas llegan a 6.**
- Por ello, **los mecanismos de retribución tratan de maximizar la renta extraída ya que el tiempo de permanencia es cada vez menos.**

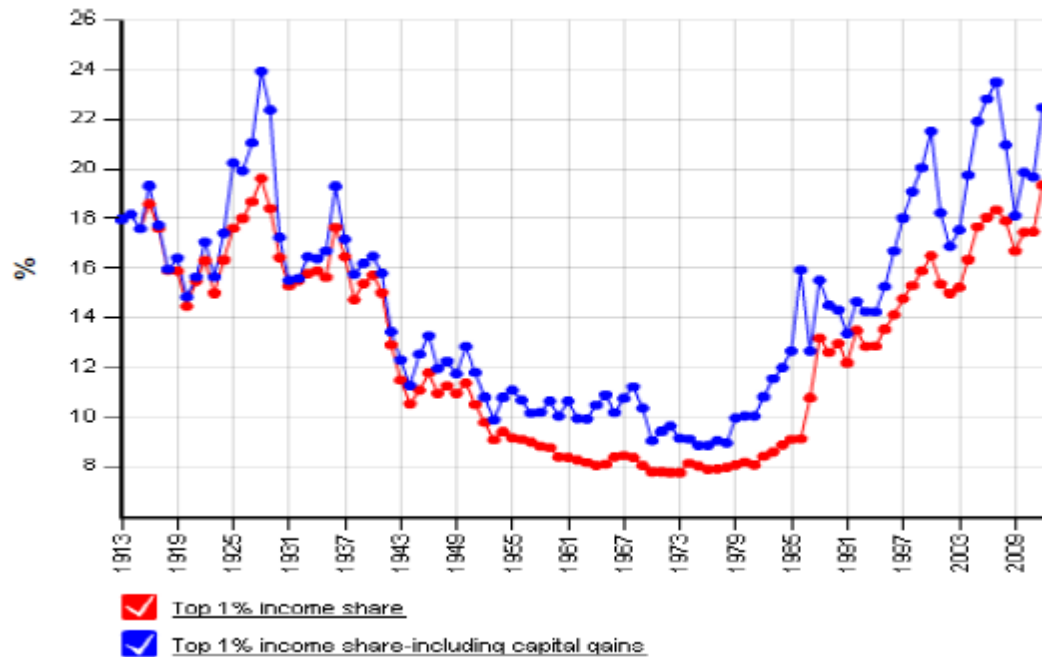
- **Daños creados por la MVA**
 1. **Declive de la inversión empresarial**
 2. **Aumento de la desigualdad**
 3. **Reducción de la participación del factor trabajo en el PIB**

Ratio de inversión empresarial

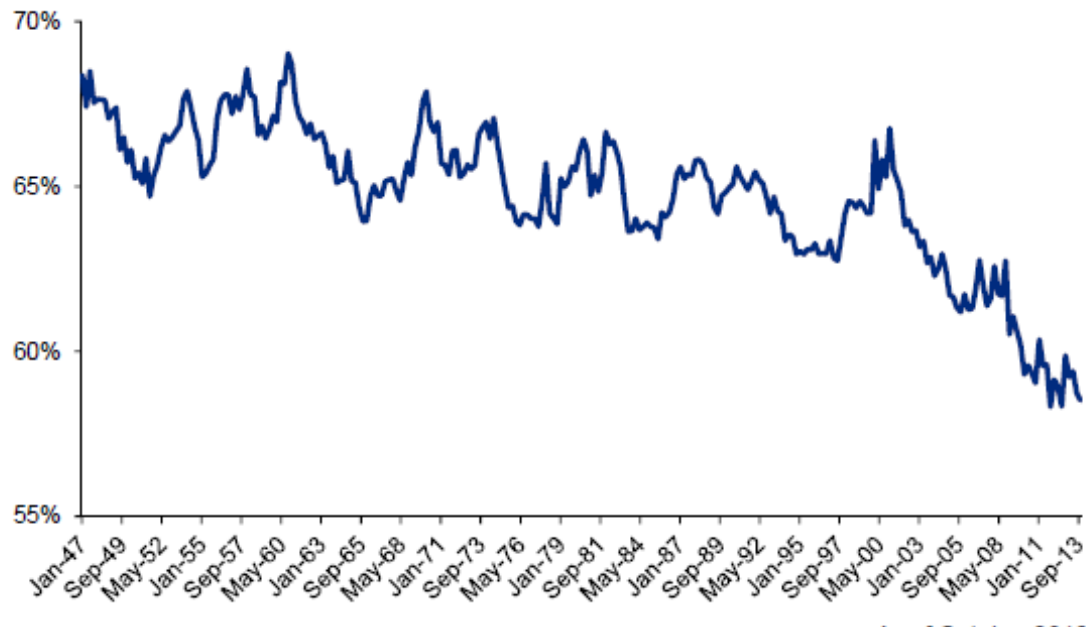


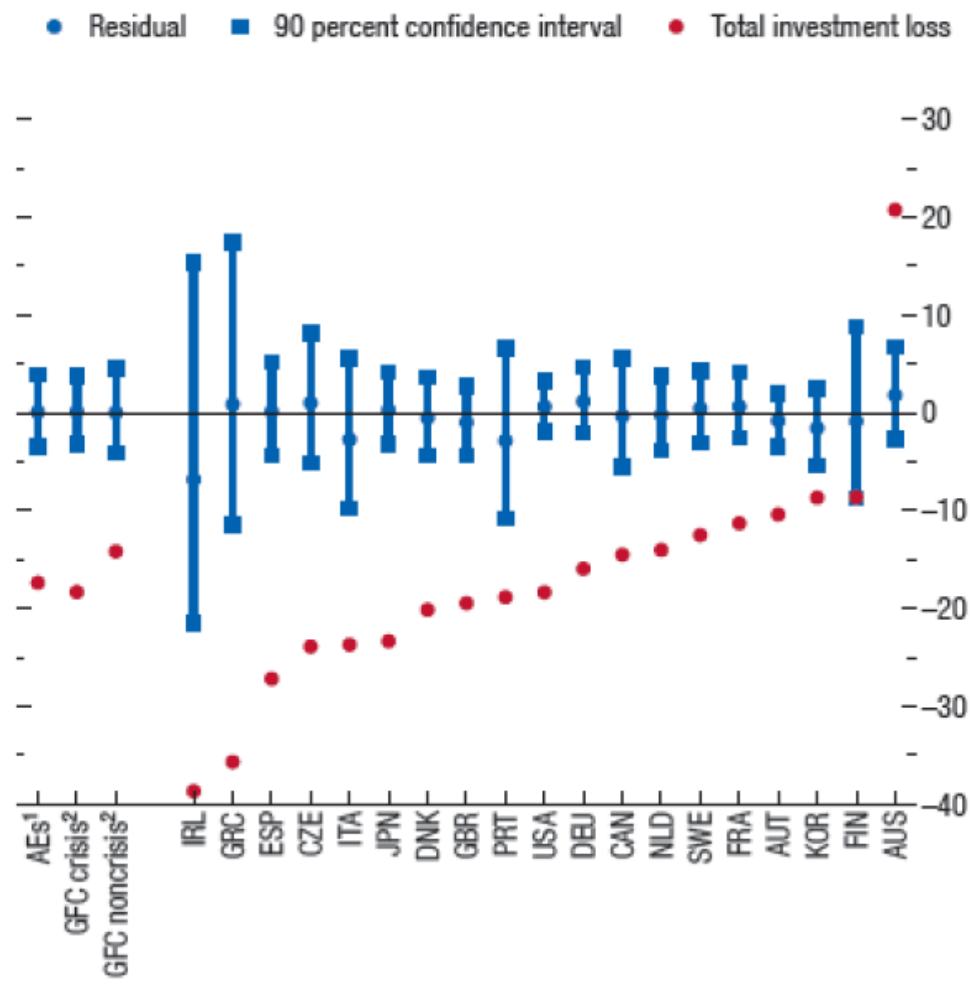
1. Aumento de la desigualdad

Top Income Shares, United States 1913–2012



1. Participación del trabajo en el PIB

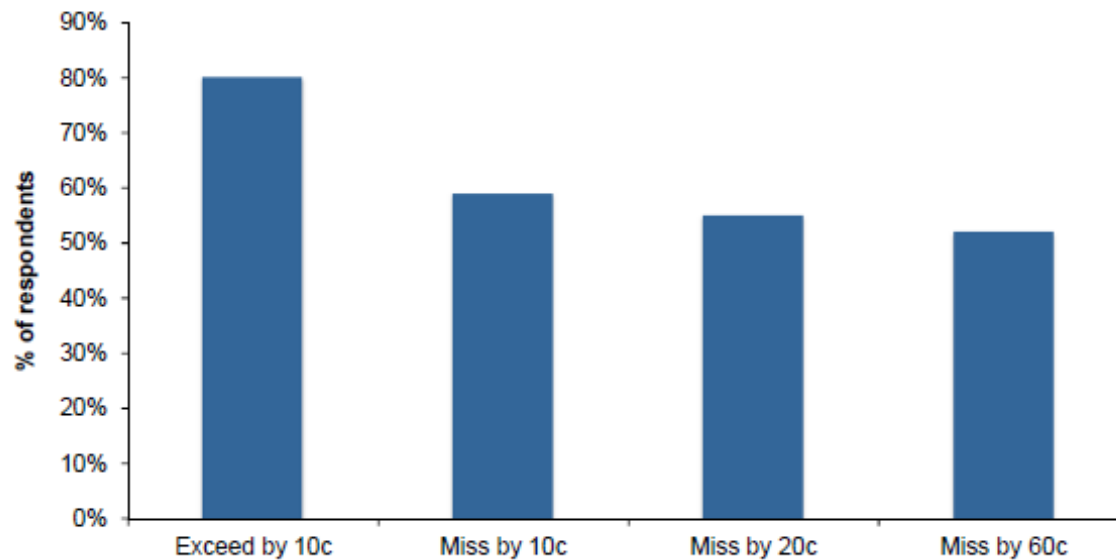




- **MVA forma parte de un conjunto de políticas que nos han llevado hasta aquí.**
- 1. **Reducción de la tasa de inversión**
 - 1. **MVA parte de políticas neoclásicas**
 - 2. **Sustitución del pleno empleo por objetivos de inflación.**
 - 3. **Globalización**
 - 4. **Flexibilidad mercados trabajo**

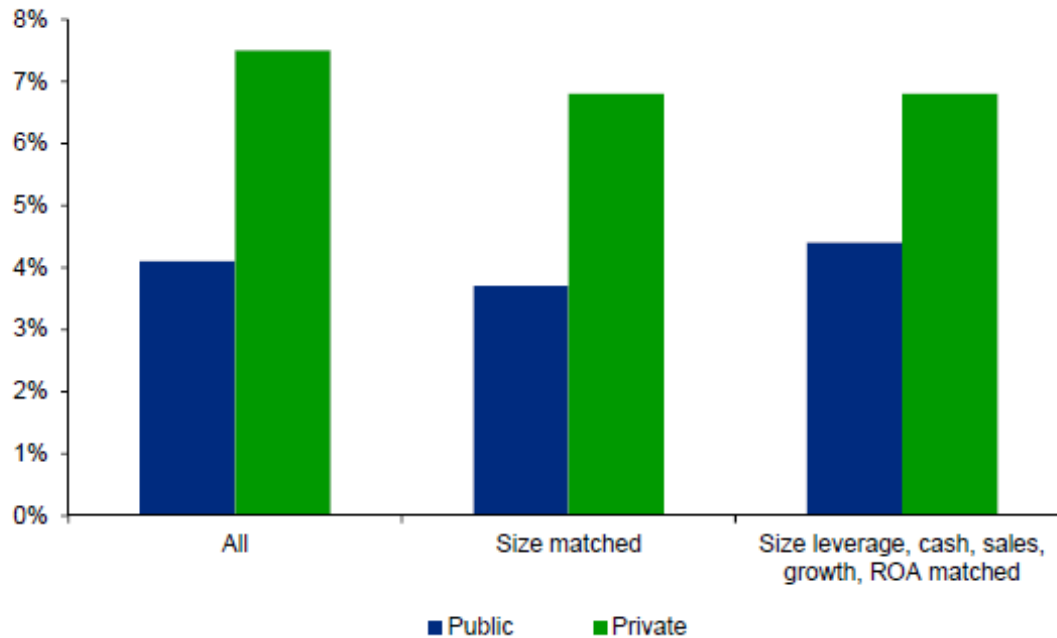
1. Volumen de nueva inversión en función de beneficio por acción

Impact upon EPS estimate



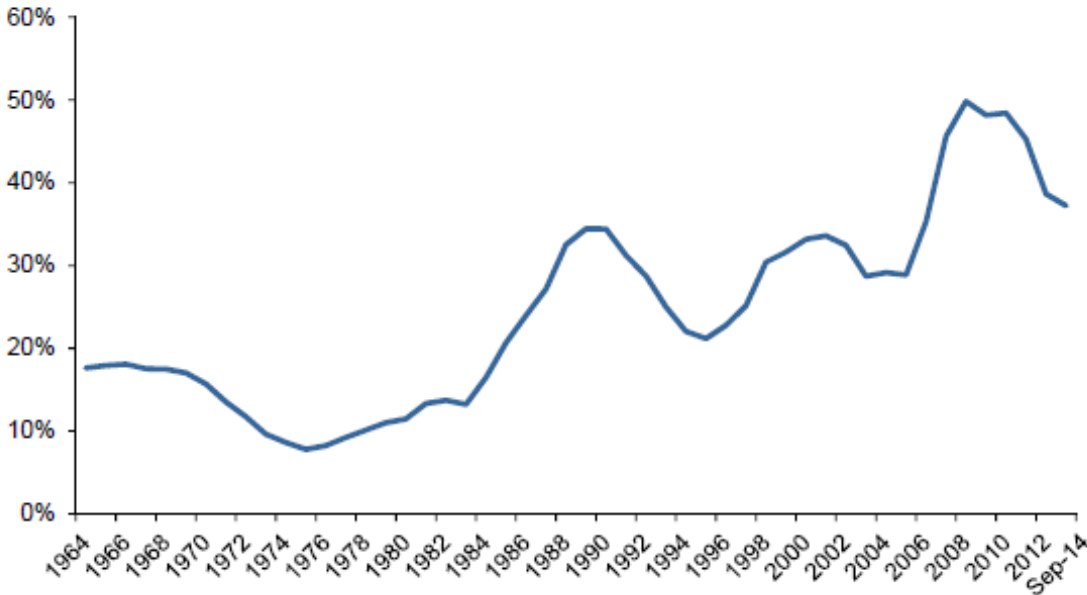
- **Otra evidencia: empresas que cotizan y las que no (homogéneas)**
- **Cuando se comparan grupos de empresas controladas por tamaño y posición en el ciclo:**
- **La tasa de inversión entre empresas que no cotizan es casi el doble de las empresas que sí cotizan (6,8% frente a 3,7%)**

Comparación inversión entre empresas cotizadas y no cotizadas



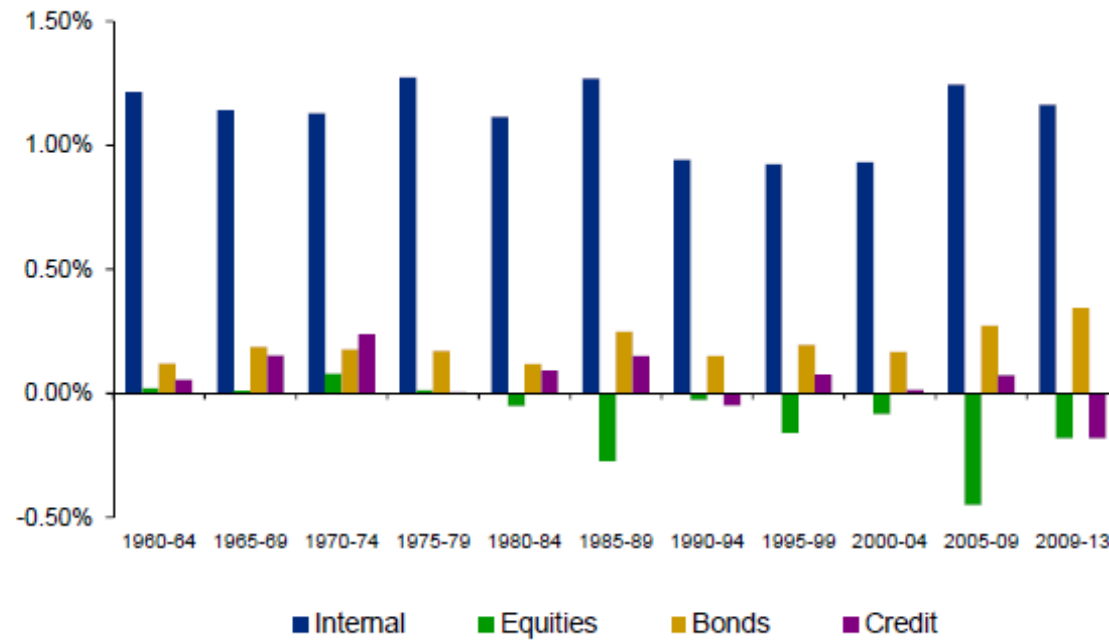
- **Esta preferencia por inversión baja se explica por el alineamiento entre ejecutivos y accionistas.**
- **MVA conlleva a incrementos en los pagos a los accionistas y a los managers porque cobran en la misma regla.**
- **Esto ha provocado un cambio en políticas de empresa:**
- **Retengo y reinvierto (visión empresarial antigua)**
- **Reduzco y distribuyo (MVA)**

Porcentaje de distribución a los accionistas

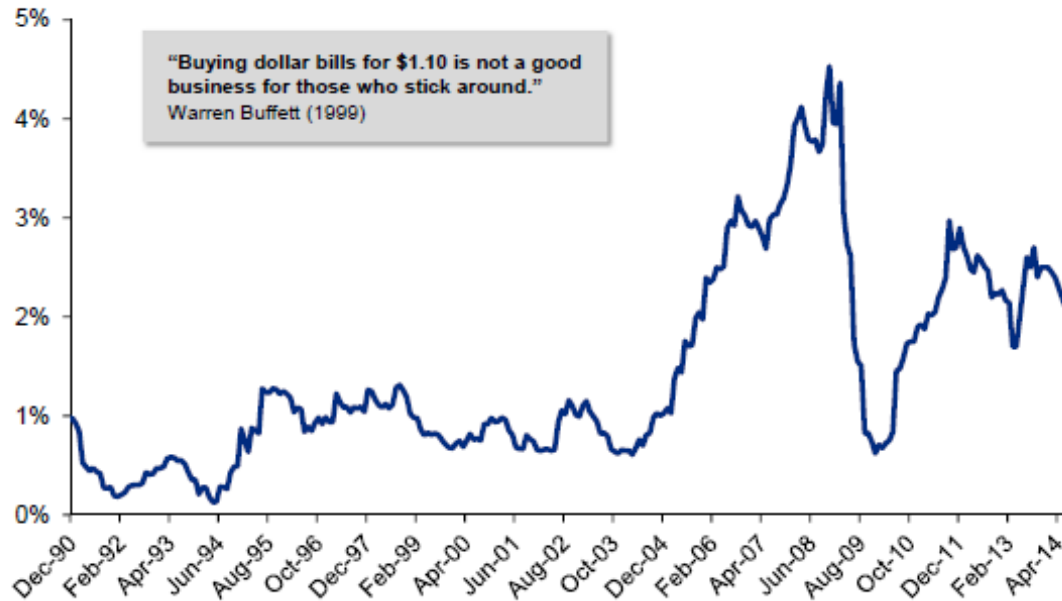


- **Casi el 50% de distribución de flujos de caja en forma de dividendos (MVA), frente al 10% en la época del management.**
- **La mayor parte de la inversión se lleva a cabo por fondos propios, es decir beneficios retenidos.**
- **A partir de 1980, las empresas comienzan a emitir deuda para comprar sus propias acciones.**
- **Los mercados financieros se suponen que proveen capital a las empresas, pero en realidad los accionistas extraen rentas de las empresas.**
- **Recompras de acciones**

Financiación de la inversión



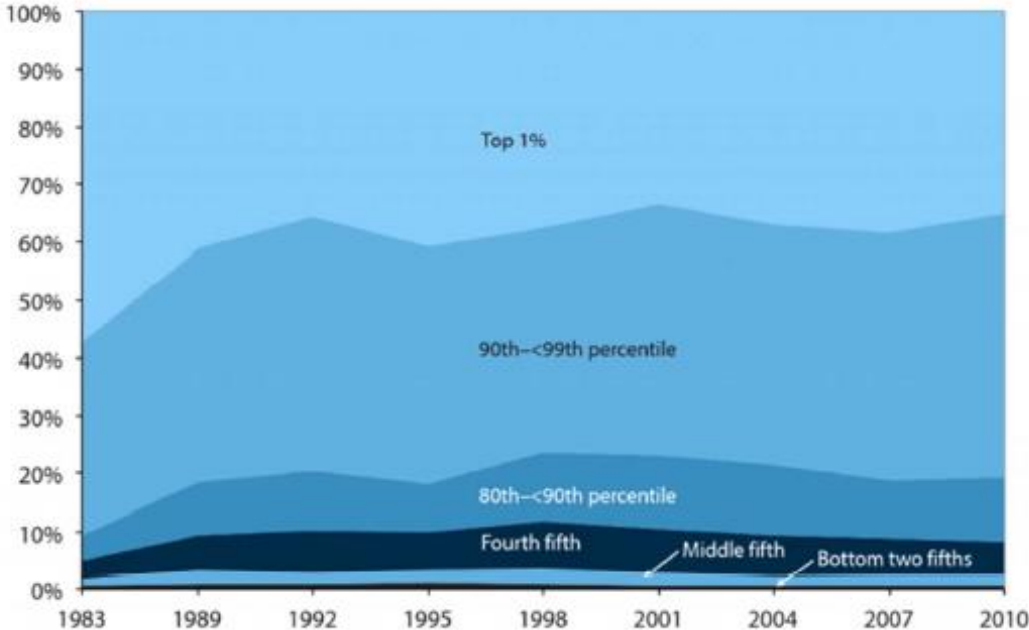
Recompras de acciones



- **Las empresas han recomprado cuando la valoración es muy alta (compro muy caro). En cambio cuando la valoración es baja, apenas hay compras.**
- **En suma, bajo el síndrome de MVA las empresas han reducido la inversión, menor crecimiento y puesto en peligro a las empresas por su excesivo endeudamiento.**

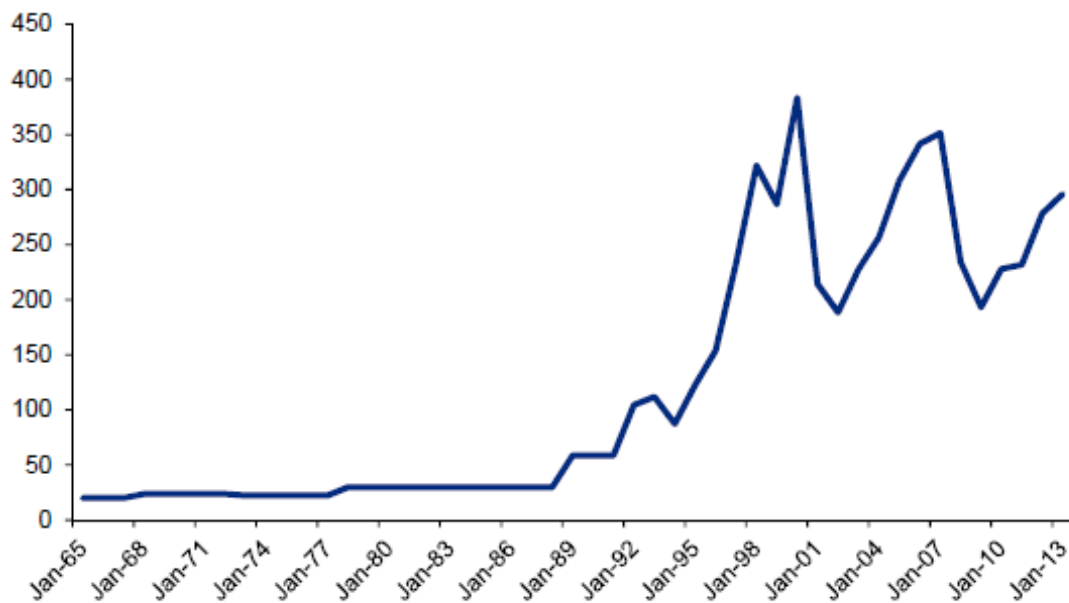
- **Los efectos sobre desigualdad han sido enormes.**
- **El beneficio del auge de bolsa solo beneficia a las rentas más altas.**
- **En EEUU el 1% tiene el 40% de la capitalización bursátil. El 10% tiene el 80%.**

Distribución por percentil de renta de activos bursátiles



- Otra medición de la desigualdad es la ratio del salario de CEO sobre los trabajadores.
- En EEUU la media es 30 veces, cuando una cifra justa podría ser 7 veces.
- En la actualidad sumando al salario del CEO, bonus, opciones u otra forma de retribución en acciones ha pasado de 20 veces en 1965 383 veces en 2000
- Ratio compensación CEO/trabajadores

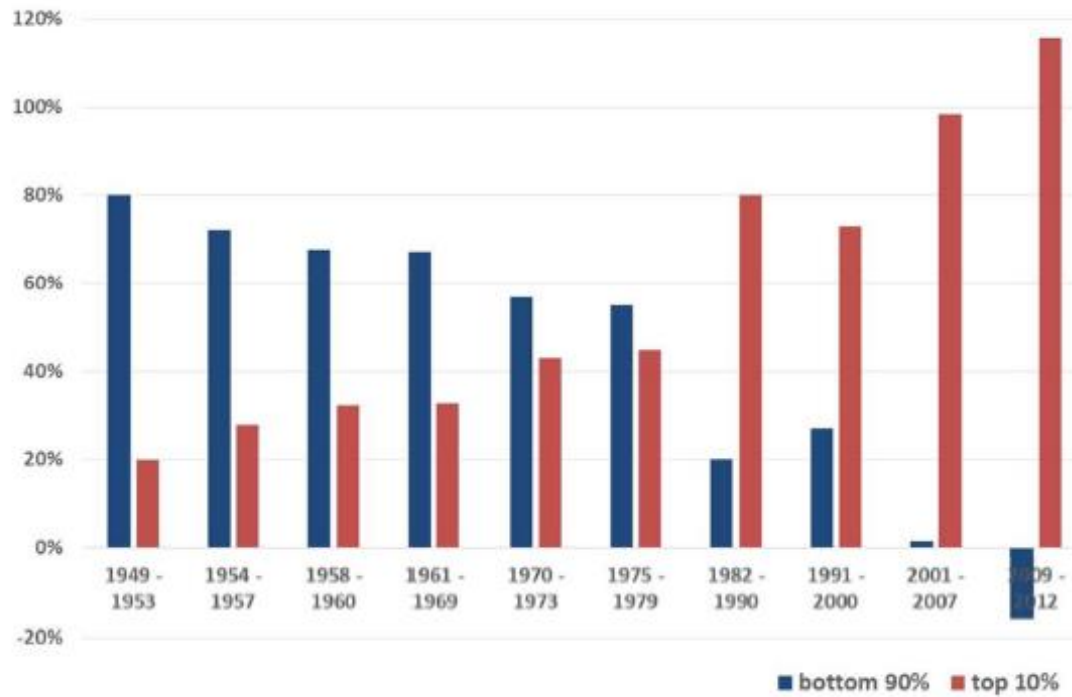
Ratio CEO/trabajadores compensación



- **El aumento de la renta en el 1% más rico se origina en ejecutivos ligados al mundo financiero.**
- **Supone el 58% del incremento de renta entre el 1% más ricos (ejecutivos en finanzas).**
- **El 67% del 0,1% más rico. Por tanto, MVA ha sido el origen de la desigualdad creciente.**

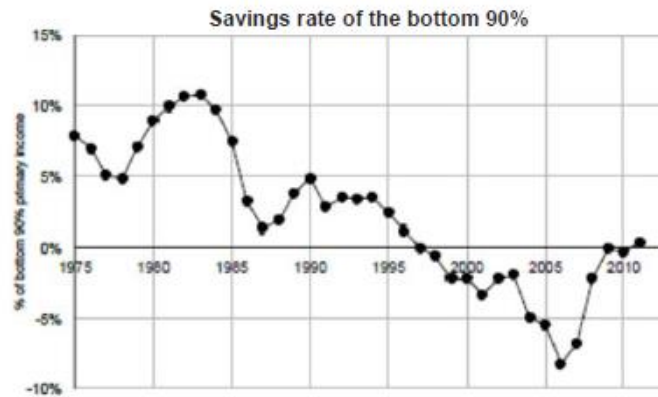
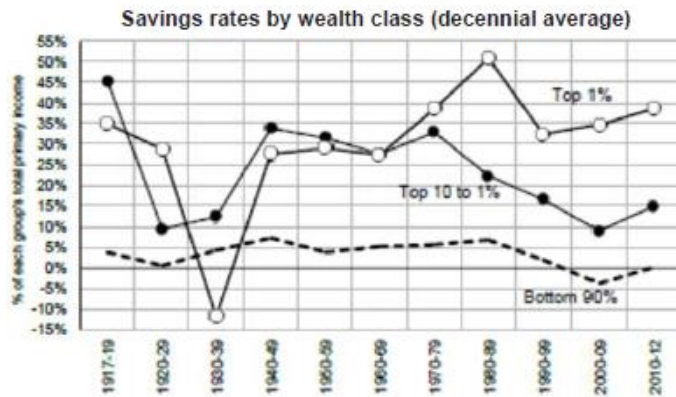
- **Esto hace más dramático el declive de la participación del factor trabajo en el PIB.**
- **El 90% de la población (excluyendo el 10% rico) ha pasado de una participación del 42% en 1940 al 27% en la actualidad.**
- **Se puede ver cómo los incrementos de renta en las dos últimas expansiones han ido directamente al 10% más rico.**

Distribución de la renta



- **El problema es que el 90% tiene una propensión al consumo más elevado que el 10% más rico. Cuando más concentración existe en la renta y riqueza entre el 10% más rico, el crecimiento será menor.**
- **El ahorro entre el 90% es prácticamente 0 , y el del 10% es del 40% sobre renta disponible.**
- **Si las empresas persiguen maximizar beneficios, reducirán empleo destruyendo demanda de su propio producto al reducir renta.**

Tasa de ahorro por clases sociales



Source: Saez and Zucman (2014)

- **MEDIDAS PARA ROMPER RELACIÓN DEUDA-INFLACIÓN ACTIVOS**
- **Restricciones de crédito**
- **Abolir los beneficios fiscales del endeudamiento**
- **Separar banca comercial y banca de inversión (Ley Glass-Steagall)**
- **Modelo sueco de superación crisis bancarias**
- **Dación en pago**