

NUEVA BIBLIOTECA DE LA LIBERTAD

Colección dirigida por

Jesús Huerta de Soto

PRINCIPIOS
DE ECONOMÍA
FINANCIERA

RAFAEL GARCÍA IBORRA

PRINCIPIOS DE ECONOMÍA FINANCIERA

[Un enfoque austriaco]



Unión Editorial

2020

© 2020 Rafael García Iborra
© 2020 UNIÓN EDITORIAL, S.A.
c/ Nicaragua, 17 • Local • 28016 Madrid
Tel.: 91 350 02 28 • Fax: 91 181 22 12
Correo: info@unioneditorial.net
www.unioneditorial.es

ISBN: 978-84-7209-799-5

Depósito legal: M. 12.793-2020

Compuesto e impreso por JPM Graphic, S.L.
Impreso en España • *Printed in Spain*

Reservados todos los derechos. El contenido de esta obra está protegido por las leyes, que establecen penas de prisión y multas, además de las correspondientes indemnizaciones por daños y perjuicios, para quienes reprodujeran total o parcialmente el contenido de este libro por cualquier procedimiento electrónico o mecánico, incluso fotocopia, grabación magnética, óptica o informática, o cualquier sistema de almacenamiento de información o sistema de recuperación, sin permiso escrito de UNIÓN EDITORIAL, S.A.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

A mis abuelos

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	13
PARTE I: TEORÍA GENERAL	19
CAPÍTULO 1: ACTIVOS FINANCIEROS.....	21
1.1. La economía financiera y los activos financieros.....	21
1.2. Tiempo	23
1.3. Incertidumbre	25
1.4. Los activos financieros en el proceso económico de ahorro-inversión	44
CAPÍTULO 2: EL VALOR Y EL PRECIO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS.....	55
2.1. Fórmula general	55
2.2. Flujos de caja futuros y expectativas subjetivas	60
2.3. Preferencia temporal.....	64
2.4. Expectativa del poder adquisitivo del dinero.....	67
2.5. Los activos financieros y la utilidad marginal	69
2.6. Determinación del precio mediante el proceso de mercado y el concepto de equilibrio	71
2.7. Arbitraje y especulación.....	80
2.8. Los precios, la información y el equilibrio - el anclaje.....	85
CAPÍTULO 3: LIQUIDEZ Y NEGOCIABILIDAD	95
3.1. Definición e importancia de la liquidez.....	95
3.2. Formas de monetización de los activos financieros	97
3.3. Diferencias entre liquidez y negociabilidad de los activos financieros	103
3.4. La liquidez de los agentes.....	106

CAPÍTULO 4: TEORÍA DE LA ELECCIÓN DEL INVERSOR	121
4.1. Los diferentes horizontes temporales del inversor y la preferencia temporal	121
4.2. El riesgo y la tolerancia al riesgo	124
4.3. Rentabilidad vs. rentabilidad esperada	126
4.4. La soberanía del inversor.....	130
CAPÍTULO 5: DIFERENCIAS DE LA TEORÍA EXPUESTA CON LAS TEORÍAS ACTUALES	133
5.1. Teoría del precio y el arbitraje	134
5.2. Supuestos sobre los flujos disponibles: el activo libre de riesgo y los activos Arrow-Debreu.....	136
5.3. Los modelos de valoración y el equilibrio.....	138
5.4. La predictibilidad de los precios.....	147
5.5. Análisis empíricos e inducciones.....	149
5.6. Liquidez.....	159
5.7. Finanzas conductuales	160
5.8. Resumen de las críticas	164
PARTE II: APLICACIÓN DE LA TEORÍA GENERAL	169
CAPÍTULO 6: INSTRUMENTOS	171
6.1. La acción y el beneficio.....	171
6.2. Las deudas y el tipo de interés.....	174
6.3. El dinero, los sustitutos monetarios y el atesoramiento....	196
CAPÍTULO 7: LA EMPRESA	213
7.1. Flujos de caja esperados: balance, cuenta de resultados y estado de flujos.....	213
7.2. Indicadores contables sobre el desempeño de la empresa.....	218
7.3. La relación entre accionistas y acreedores (I): ROA, ROE, WACC y apalancamiento operativo.....	225
7.4. La relación entre accionistas y acreedores (II): la subordinación.....	237
7.5. El caso especial de los bancos.....	245
CAPÍTULO 8: EL ESTADO	253
8.1. Flujos de caja esperados: las cuentas públicas.....	254
8.2. El bonista	256

CAPÍTULO 9: LOS DERIVADOS FINANCIEROS.....	263
9.1. Flujos de caja «a medida»	263
9.2. El precio de los derivados y el arbitraje.....	264
9.3. Un ejemplo de la relación entre el accionista y el bonista a través de activos financieros y derivados.....	280
9.4. Aplicación de las situaciones de arbitraje a otro tipo de activos.....	285
 PARTE III: APLICACIÓN A LA TEORÍA DEL CICLO AUSTRIACA.....	 291
 CAPÍTULO 10: OBJETIVO Y LIMITACIONES.....	 293
10.1. La estructura productiva	293
10.2. Los activos y la estructura financiera.....	298
10.3. Un ejemplo de aumento del ahorro voluntario.....	300
 CAPÍTULO 11: EL AUGE.....	 309
11.1. Condiciones necesarias para una expansión crediticia no respaldada por ahorro	310
11.2. El proceso de expansión crediticia sin respaldo de ahorro voluntario.....	313
11.3. Efectos del auge en los activos y la estructura financiera...	324
11.4. Un ejemplo de auge	326
11.5. Burbujas financieras	328
 CAPÍTULO 12: LA CRISIS.....	 331
12.1. Efectos que dan lugar a la crisis.....	332
12.2. La crisis, la liquidez de los agentes y el <i>crash</i>	334
12.3. La teoría de la deflación de la deuda	343
12.4. Efectos de la crisis en los activos y la estructura financiera.....	346
12.5. Un ejemplo de crisis	347
 CAPÍTULO 13: LA DEPRESIÓN.....	 351
13.1. La reorganización productiva y la contracción del crédito	351
13.2. La demanda de «activos seguros»	353
13.3. Efectos de la depresión en los activos y la estructura financiera.....	355
13.4. Un ejemplo de depresión.....	356

CAPÍTULO 14: LA RECUPERACIÓN	361
14.1. La recapitalización	361
14.2. Efectos de la recuperación en los activos y la estructura financiera	362
14.3. Un ejemplo de recuperación.....	362
14.4. Políticas de recuperación	364
 BIBLIOGRAFÍA	 381
ÍNDICE DE ACRÓNIMOS	397
ÍNDICE DE AUTORES.....	399
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES	405
ÍNDICE DE TABLAS	409

INTRODUCCIÓN

Aunque casi todo el mundo sabe qué es la bolsa, nadie conoce todos los motivos de los cambios que, continuamente, tienen lugar en el precio de cada una de las acciones. En los diferentes mercados bursátiles se están continuamente comprando y vendiendo acciones de diferentes empresas, durante unas ocho horas diarias y en grandes cantidades; por poner un ejemplo, durante 2016 se operaron en las distintas bolsas mundiales el equivalente a 86,5 billones de dólares y la capitalización bursátil global ascendió a 71 billones (World Federation of Exchanges 2017), aproximadamente el 94% del Producto Interior Bruto (PIB) *mundial* en 2016 (World Bank 2016). Pero el de renta variable no es más que uno de los muchos mercados financieros existentes, y no el más grande. En 2016 se estimó que la operativa *diaria* de derivados financieros, exclusivamente sobre los tipos de interés, suponía 2,7 billones de dólares (BIS 2016a). Para esas mismas fechas, la estimación sobre el importe operado en el mercado de divisas ascendió a 5,1 billones de dólares al día (BIS 2016b).

No es de extrañar entonces que una parte del análisis económico se haya dirigido al estudio de los mercados financieros. La economía financiera es la rama de la economía encargada de ello y, por su análisis de diversos aspectos sobre los activos financieros, ha recibido el premio Nobel en cinco ocasiones: 1981, 1985, 1990, 1997 y 2013.¹

El objetivo del presente trabajo es desarrollar una teoría económica que pueda ayudar a explicar el funcionamiento de esos mismos activos financieros, pero partiendo de los fundamentos de la escuela austriaca de economía, surgida en 1871 con la publicación de *Los Principios de Economía*

¹ Los economistas galardonados son: James Tobin; Franco Modigliani; Harry M. Markowitz, Merton H. Miller y William F. Sharpe; Robert C. Merton y Myrton S. Scholes; Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen y Robert J. Shiller. «All Prizes in Economic Sciences». Nobelprize.org. Nobel Media AB 2014. Web. 28 Sep. 2015. <http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/>.

de Carl Menger; en especial a partir de su enfoque en la acción humana desarrollada a lo largo del tiempo y en un ambiente de incertidumbre, un aspecto clave para comprender el papel de este tipo de bienes. Si a esto sumamos su análisis sobre la teoría del ciclo económico, que está basado en las intervenciones realizadas sobre un mercado financiero —el crediticio—, es fácil concluir que el desarrollo de una economía financiera basada en una perspectiva «austriaca» resulta algo casi natural. A pesar de esto, la escuela no dispone de una teoría financiera estructurada.

Dempster (2011) propone varios principios para el enfoque «austriaco» de las finanzas: reconocimiento de la incertidumbre, una teoría razonable de la formación de expectativas, un contexto institucional, subjetivismo en cuanto a los fines y medios elegidos por los agentes y procesos sociales evolutivos como fuente de coordinación. En este trabajo se presenta una teoría completa de economía financiera, que analiza los activos financieros como bienes cuyo valor proviene de los fines que los agentes, subjetivamente, consideran que pueden alcanzar con ellos en un contexto de incertidumbre. Las valoraciones y expectativas de los individuos se coordinan mediante el proceso de mercado que genera, no solo los precios de los activos financieros, sino también las estructuras productivas y financieras de la economía. A partir de esto es posible explicar el funcionamiento de cualquier activo, e incluso comprender su comportamiento durante el ciclo económico.

En su propuesta sobre una teoría austriaca de las finanzas, Bragues (2015) menciona cuatro pilares de la teoría neoclásica que deben ser recogidos por cualquier análisis de economía financiera: la *Modern Portfolio Theory*, el *Capital Asset Pricing Model*, la Hipótesis de los Mercados Eficientes y el modelo Black-Scholes. A partir de los fundamentos económicos expuestos en la primera parte de este trabajo, es posible analizar críticamente las principales afirmaciones de la teoría financiera actual incluyendo, no solo los cuatro pilares anteriormente mencionados, sino también uno de los conceptos básicos en finanzas como es el arbitraje, además de la teoría de las Expectativas Puras, el teorema de Modigliani-Miller, las finanzas conductuales o los modelos multifactores entre otros.

Para alcanzar estos objetivos, el libro se divide en tres partes: la primera presenta una teoría general de economía financiera, la segunda una aplicación de dicha teoría a los principales tipos de activos y emisores y, por último, en la tercera he extendido el análisis a la teoría austriaca del ciclo. El objetivo último, no obstante, es el de aumentar la comprensión de los activos financieros, y animar al desarrollo de una teoría financiera basada en los principios de la escuela austriaca de economía.

Me gustaría reconocer mi deuda con los profesores Huerta de Soto y Rallo sin cuyas ideas y ayuda este libro no existiría. También, a aquellos compañeros de profesión con los que he podido discutir partes de lo aquí desarrollado, en especial Ricardo Días de Sousa y Miguel Pardo. En cualquier caso, todos los posibles errores son de mi exclusiva responsabilidad. Por último, a mi familia y, cómo no, a Carmen, la persona que me animó a realizar este proyecto y que me ha apoyado durante todo este tiempo.

«A scientific problem, as a rule, arises from the need for an *explanation*»

POPPER (2002a: 112)

PARTE I
TEORÍA GENERAL

CAPÍTULO 1

ACTIVOS FINANCIEROS

1.1. LA ECONOMÍA FINANCIERA Y LOS ACTIVOS FINANCIEROS

La economía financiera es la rama de la economía que estudia los activos financieros, por lo tanto, el primer paso es entender qué son y su papel dentro del proceso económico general. Varian (1998: 203, énfasis en el original) los define del siguiente modo: «los *activos* son bienes que generan un flujo de servicios a lo largo del tiempo. Los activos que dan lugar a flujos de dinero se llaman *activos financieros*». Es fácil ver que la diferencia entre un activo financiero y uno no financiero se reduce progresivamente cuanto más se extiende el uso del dinero; así, en una economía moderna donde la mayor parte de la producción se realiza para su posterior venta, aunque los flujos que genere el activo no sean monetarios, sí serán fácilmente convertibles en dinero, por lo que en la práctica estudiando solo los activos financieros podemos abarcar también el resto de activos.

De la definición anterior cabe destacar dos puntos: (1) que los activos son bienes que generan un flujo de servicios y (2) que lo hacen *a lo largo del tiempo*. Analicemos brevemente las implicaciones que conlleva la primera afirmación: los activos son bienes. Para ello hemos de remontarnos al objetivo de toda acción humana descrito por Mises (1996: 59-65): la satisfacción de las necesidades que cada individuo percibe como más importantes. Este proceso tiene lugar a lo largo del tiempo, de forma que el actor está continuamente planificando su acción, de cara al futuro, con el fin de alcanzar sus objetivos. Para poder hacerlo, el agente hace uso de medios que considera aptos para obtener su objetivo final; los bienes son los medios que las personas subjetivamente consideran como un paso intermedio, y necesario, para alcanzar la meta deseada. Los medios son *escasos* respecto a los fines últimos, por lo tanto, los bienes libres, aquellos que el individuo posee en cantidades ilimitadas,

quedan fuera del análisis económico. El *valor* que los agentes den a los medios —bienes— será el que *subjetiva* e individualmente asignen a los fines que permiten satisfacer.

Dentro de la categoría de bienes podemos distinguir dos tipos: por un lado, los bienes de consumo o bienes de orden inferior son aquellos que satisfacen directamente las necesidades humanas, y cuyo uso no depende de la cooperación de ningún otro bien. Por el otro, encontramos los bienes de orden superior o bienes de capital, estos no permiten alcanzar directamente los fines subjetivamente elegidos por el actor, sino que deben ser combinados con otros bienes de capital (Walras 2003: 221-222). Los bienes de capital han de agruparse porque que son *heterogéneos, específicos y complementarios* (Lachmann 2007: 2-3). Mediante estas combinaciones se obtiene un producto que será, o un bien de consumo u otro bien de capital que, a su vez, se combinará con otro(s) para crear un nuevo producto, y así hasta que se obtenga un bien de consumo, el objetivo último de todo proceso productivo (Menger 2007a: 58-67).

Vemos que *los activos son bienes de capital en el sentido de que generan una corriente de servicios*, ya sea en forma de bienes de consumo, de capital o dinero. De hecho, podría considerarse que el término activo es equivalente al de bien de capital; no obstante ya en el apartado 1.4 veremos por qué no es así, al no ser necesaria la primera condición: la necesidad de combinarse con otros bienes de capital.

Aunque lo analizaremos detenidamente más adelante, ya podemos entender que el valor de los activos dependerá de los bienes que generen —la corriente de servicios—, al igual que los bienes de capital; como afirmó Menger (2007a: 147-148, énfasis mío):

[...] el valor de los bienes de orden superior por medio de los cuales obtendremos bienes de orden inferior en algún momento *futuro* [...] se mide por el valor *probable* de dichos bienes de orden inferior para cuya producción son empleados.

Vemos la importancia de la segunda característica vuelve a aparecer, el hecho de que la corriente de bienes que generan no lo hace de manera inmediata sino a lo largo del tiempo, es decir, en algún momento o momentos futuros. Para ver todas las implicaciones que esto conlleva pasamos analizar el concepto de tiempo en economía.