

RETOS Y DESAFÍOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS¹

RAFAEL MORALES-ARCE

1. INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros desempeñan un papel esencial en el desenvolvimiento de la actividad económica de la nación, no sólo por el volumen del conjunto de las transacciones que en ellos se realizan, que representa, como después veremos, varias veces el valor del Producto Interior Bruto español con que se iniciara el año 2007 —del orden de un billón de euros, unos 167 billones de las antiguas pesetas— sino porque vienen a ser como el sistema circulatorio a través del cual fluyen las diversas manifestaciones del proceso de generación, distribución y consolidación de la riqueza de la sociedad. Su fuerte crecimiento en 2006, por encima del 15% y las expectativas de triplicarse en la próxima década (1) justifican la atención a esta importante parcela de la actividad económica. Pero hay algo más importante: que un crecimiento económico estable y sostenido sólo puede cimentarse sobre la base de una eficiente asignación de recursos en forma de capital. Y a esta finalidad debe contribuir de forma poderosa un eficiente mercado financiero.

Es mi propósito analizar su configuración característica, los desafíos y amenazas a las que se enfrenta y las servidumbres que trasladan, resaltando algunas conclusiones que permitan justificar su comportamiento en un entorno de globalización que afecta a todos los mercados en general, y, de manera esencial, a los de naturaleza financiera.

2. LA ECONOMÍA FINANCIERA

La Economía financiera, la parte de la Economía que analiza el comportamiento de los mercados financieros se ha concebido en muchas ocasiones como un conjunto de argumentos o una colección de fórmulas, más o menos sofisticadas, polarizadas a la búsqueda de la eficiencia que acabo de señalar. Nada más lejos de la realidad. No es otra cosa que la aplicación coherente de unas pocas reglas y proposiciones que están basadas en el sentido común (2), como así se encargan de recordarnos frecuentemente los diferentes reguladores —Banco de España, Comisión del Mercado de Valores, etc.— en especial, cuando aparecen las grandes estafas y escándalos finan-

¹ Resumen del discurso de ingreso como Académico Numerario (Medalla 57) en la Real Academia de Doctores de España el 18 de octubre de 2006.

cieros, en las que la especulación y la avaricia desenfadada de algunos emisores de activos, unidas al exceso de confianza en la intuición, el consejo interesado o al escaso sentido común de algunos inversores, provocan situaciones de desprestigio para el conjunto del mercado.

Pero los mercados son parte sustancial de la actividad económica. Y recurriendo a la historia, un reciente estudio de Prados de la Escosura sobre los últimos ciento cincuenta años de desarrollo económico en España viene a demostrarnos, que, en conjunto, y con tasas anuales aparentemente moderadas, la actividad económica real se elevó cuarenta veces en siglo y medio, mientras que el ingreso por persona sólo se multiplicó por quince. A su vez, el nivel de consumo privado por habitante se elevó doce veces, y ciento quince veces la inversión por persona ocupada. El período 1950-1974 marcó el cenit de nuestro nivel de riqueza, septuplicando la de los cien años anteriores. Tal riqueza, basada en la ingente aportación del sector industrial de nuestra economía, hizo posible que en el año 2000 alcanzáramos un nivel de producto bruto del orden de las tres cuartas partes del correspondiente a la media de los países europeos más avanzados y a la mitad del norteamericano. Pero la evolución de los componentes del PIB, por el lado de la demanda, reflejaba como gran parte de ese crecimiento de la riqueza fue disfrutado por los ciudadanos de la época, con un consumo presente que no se sacrificaba en aras del futuro, algo que los países asiáticos de nueva industrialización nos están demostrando. Ello implicaba menores tasas de ahorro que tendrían repercusión en correlativas menores tasas de inversión y en la necesidad de continuar apelando a fuentes externas para financiar nuestros equipamientos e infraestructuras, algo que ha alcanzado cifras extremas en los primeros años del presente siglo. Por el lado de la oferta, la mejor asignación de recursos estaba en el origen del crecimiento que, en un contexto de movilidad imperfecta de factores y persistentes diferencias en la productividad marginal del trabajo; el cambio estructural, entendido como trasvase de mano de obra de sectores de baja a otros de alta productividad, contribuía de manera decisiva a la elevación de la productividad agregada de la economía (3). Adicionalmente, tal reasignación fue facilitada considerablemente por el desarrollo de los mercados financieros, que, a partir de los años setenta, y, de modo más acusado, desde los años ochenta, hicieron posible que España tuviera un sistema financiero que podía homologarse, en muchas de sus modalidades, con los anglosajones de mayor pujanza.

Llegados a este punto hemos de referirnos al proceso de acumulación de capital, básico para el adecuado entendimiento de la situación y el potencial de nuestros mercados financieros. Observando el período 1964-2002, más próximo a nuestra época, y conforme a las investigaciones de Más, Pérez y Uriel, algunas conclusiones importantes: el índice de capital neto total se ha multiplicado por cinco en términos reales y por más de siete cuando sólo se considera el capital de no residentes. El indicador de volumen de servicios de capital lo haría por ocho. Pero, por su parte, la formación bruta de capital ha sido irregular, al igual que el esfuerzo inversor, como ya apuntaba Prados, situándose en torno al 20% del PIB, algo menor, incluso, que durante la crisis de los setenta. Debido a la mayor relación capital/producto, tal porcentaje resulta insuficiente para sostener tasas de crecimiento del capital tan elevadas como las iniciales. Es por ello muy importante intensificar el debate abierto en España en torno a la relación crecimiento económico/influencia de la productividad, sólo apuntado por las autoridades, pero con escaso avance real. Tal debate habría de indagar sobre las auténticas fuentes de nuestro crecimiento, en especial, la contribución al mismo de los servicios del capital y las nuevas tecnologías; la búsqueda de

correlación entre el volumen de inversión por activos y ramas de actividad económica y las implicaciones para el futuro crecimiento de aquellos (4), algo fundamental en una política económica coherente que, lejos de la demagogia y falta de realismo de alguna de las recetas que vienen aplicándose, aborde con inteligencia y agilidad alguno de los cambios que tenemos pendientes.

Cambios, que no hemos de olvidar, deben producirse en el contexto de una sociedad global, en el que cualquier medida que se adopte, ha de venir condicionada por parámetros que no son totalmente controlables de forma interna. El progresivo proceso de movilidad de la localización industrial ejercerá una influencia crucial sobre la toma de decisiones que, hasta hace relativamente poco tiempo, podían tomarse de forma autónoma. Como recordaba Iranzo (5), asistimos a una creciente globalización de los mercados financieros, que, incluso, esta superando la capacidad de respuesta ante los posibles problemas que plantean actividades completamente nuevas; las numerosas y variadas innovaciones financieras y la configuración de un marco espacial que trasciende al nacional. Los mercados de capital, hoy, aparte de su gran amplitud, y a causa de la negociación de una gran variedad de activos, vienen caracterizados por la plena libertad tanto de los que ofrecen como los que precisan fondos, por la gran avidez y sensibilidad de todo tipo de información y por las expectativas que generan a todos sus operadores, agravado todo ello por una característica que no es tan notoria en otros mercados: la velocidad con que se transmiten los flujos de fondos entre países y grandes áreas, hecho que repercute sobre la volatilidad en los tipos de cambio y, consecuentemente, sobre el peligro de aparición de turbulencias financieras.

Aún con su amplitud, la globalización tiende a concentrar sus polos de decisión en un conjunto de reducidos puntos. En el caso de las actividades financieras, se sitúan en Nueva York, Frankfurt, Londres, Tokio, y, en menor medida en Europa, en París y Ámsterdam. Y ello porque tienen un gran potencial de atracción a inversores e intermediarios financieros por la presencia en los mismos de lo que se conoce como «externalidades de mercado amplio», en el que las múltiples transacciones financieras que a través de ellos fluyen, puedan ser realizadas con eficacia mediante la compleja red de infraestructuras y servicios que, sólo en tales puntos calientes pueden desarrollarse eficientemente (6). En definitiva, que en un entorno espacialmente muy amplio, existen «filtros» que canalizan la mayor parte de las decisiones financieras, constituyendo una especie de caja de resonancia en la que se integran, para bien o para mal, buena parte de las medidas que se adoptan tanto por los gobiernos como por las grandes corporaciones.

Hemos de iniciar el fondo de nuestra intervención con una alusión directa al cambio sustancial producido en 2002 con motivo de la integración de España en el contexto de la Unión Monetaria Europea, integración que limita una serie de competencias que hasta entonces teníamos y que afectarán directamente al comportamiento de los mercados financieros. Desde aquella fecha, el Banco Central Europeo asume las competencias de la Política Monetaria y la responsabilidad de asegurar la estabilidad de precios en el ámbito de la Unión, algo que ha conseguido más que razonablemente a pesar de la heterogeneidad de los veintisiete países que hoy la conforman, y ello por algunas razones:

- Las mostradas por las encuestas e indicadores financieros de mayor rigor, que acreditan el fuerte anclaje de las expectativas inflacionistas con niveles acordes con la estabilidad de precios.

- La credibilidad del Banco y la política practicada ha contribuido —y ello lo acusa en alto grado el mercado financiero— a mantener a niveles reducidos las primas de riesgo incorporadas a los tipos de interés en todos los plazos; a preservar unas condiciones de financiación muy favorables para los inversores; y, mirando hacia los consumidores, a mantener casi intacto su poder adquisitivo.
- La sugerencia de políticas presupuestarias sostenibles y reformas estructurales de gran alcance, ambas, con la pretensión de incrementar el potencial de crecimiento de la economía, su cohesión y flexibilidad, así como, el respaldo a una política monetaria que asegure la estabilidad de precios.
- Por la preocupación del Euro-sistema en seguir los avances en la integración financiera en el continente, integración que contribuya a una razonable ejecución de la política monetaria única y a la asignación eficiente de recursos financieros, medios que favorecen el crecimiento económico. Y si bien durante el año 2005 se produjeron valoraciones públicas contradictorias del proyecto de Constitución, el Banco Central Europeo, independientemente de su actuación conforme con el contenido de esta o con el Tratado actualmente en vigor, continuará garantizando el valor del euro y promoviendo la estabilidad de precios, requisito previo para mantener un entorno macro-económico no inflacionista favorable al crecimiento y a la creación de empleo, propósitos que siempre valoran positivamente los mercados financieros (7).

Existen lógicas incertidumbres respecto al proceso de integración de nuevos países, alguna de las cuales traslada *incertidumbres*, y, *también*, *riesgos* a los mercados. La posible adhesión de Turquía, país con más de cien millones de habitantes, con cultura y comportamiento social bien diferente al de la generalidad de la Unión; la de otros del Este (Rumania y Bulgaria, por ejemplo), así como el espectacular desarrollo de los grandes de Asia (China, India) y otros emergentes, no dejan de pesar en la consideración de cualquier analista que estudie con objetividad y perspectiva el des-entramamiento de las principales magnitudes de los mercados a medio plazo.

Por otra parte, no hemos de pasar por alto la gran aportación que la integración monetaria ha producido en España, al menos, como fórmula indirecta de neutralizar la inflación. Como sostenía el economista norteamericano recientemente fallecido, Milton Friedman, la inflación produce una inestabilidad que reduce la eficacia del sistema de precios en la asignación de recursos, y tiene su origen, en todas partes, cuando se produce un incremento rápido del volumen de dinero con relación al valor del producto. El desequilibrado gasto público por encima de los ingresos tributarios; el compromiso de las autoridades en el logro del pleno empleo y la propensión a controlar los tipos de interés, en vez de la cantidad de dinero en circulación, son causas determinantes de ella (8). Añadiendo que las políticas aplicadas poco pueden hacer por la inflación si, efectivamente, no se modera el incremento de la cantidad de dinero y se pone la atención en el control de los tipos de interés, política que ha tenido poco éxito en su país (9), con más de quince cambios en el período 2003-2006, en que su nivel se quintuplicaba llegando al 5%. Y aunque España tiene una inflación del orden de punto y medio por encima de la media de la Unión, estamos muy lejos de tasas de dos dígitos que estuvieron presentes en nuestro entorno hace algo más de una década. La pertenencia a la comunidad europea nos inmuniza, al menos, provisionalmente, del traslado a los tipos de interés de una mayor presión derivada de nuestro nivel interno de precios, algo que

una política que no se inspire en la neutralización de las causas difícilmente podría poner remedio.

Pero no todas las corrientes del pensamiento están en la misma dirección. John K. Galbraith, por su parte, califica de «perfecta inutilidad a las políticas monetarias y el peligro que entraña creer en ellas, en la que sólo confían los escasos enemigos de la economía de mercado (10), añadiendo algo más: que el mundo financiero sostiene a una comunidad grande, activa y bien remunerada, fundada en una «ignorancia ineludible pero aparentemente sofisticada» descalificando, incluso, a los que pretenden describir el futuro de las finanzas, de los que afirma que «no la conocen realmente, ya se trate de empleados o analistas independientes, que no saben de lo que están hablando y, por lo general, que no saben que no saben». Se cree que « las predicciones de una empresa financiera, de un economista de Wall Street o de un asesor financiero sobre las perspectivas económicas de una corporación —recesión, recuperación prevista, continuación del auge económico— reflejan cualificados conocimientos económicos y financieros. Y no es fácil desmentir las previsiones de un experto. Algún éxito accidental en el pasado y una amplia exposición de cuadros, ecuaciones y confianza en sí mismo confirman la profundidad de su percepción. He ahí el fraude» (11).

A nuestro juicio, ambas posiciones tienen puntos razonables y otros que habrían de analizarse en el contexto concreto de cada área económica. Pero es indudable que constituyen reflexiones muy importantes para los razonamientos que habremos de utilizar al estudiar todos y cada uno de los componentes de los mercados financieros, mercados en los que no pocas veces han aparecido las «distorsiones» a que aludía Galbraith, pero que, en comparación con otros mercados, son, probablemente los menos estáticos de todos los existentes. El negocio financiero es acción, entendida esta como cualquier iniciativa o proyecto encaminado a la mejora de la rentabilidad de un negocio, sea a través de una reingeniería, una fusión o una inversión. El entendimiento de una acción es algo fácil, pero lo difícil es saber dirigirla y eso es lo que seduce y fascina a los directivos de un confín a otro en el mundo de los negocios (12), negocios en los que la consideración del riesgo juega un papel que hemos de considerar seguidamente.

Porque no hemos de olvidar que *riesgo* no es otra cosa que la probabilidad que se produzca un daño relevante, con incidencia económica y financiera, en el precio de un activo. Es un concepto, por otra parte, muy ligado al entorno de los inversores, que, como premisa previa, han de valorar racionalmente la repercusión del riesgo a lo largo de la vida de dicho activo, que afecta, por otra parte, a todos los mercados que aquí hemos de considerar: monetarios, de divisas, renta fija, depósito y financiación, inversión colectiva, seguros y derivados financieros.

En los mercados financieros aparecen varios *tipos de riesgos*, de los que destacamos:

- *De interés*, derivado de la evolución de los tipos de interés en los mercados financieros, fenómeno que, sin más que observar la prensa diaria, vemos se produce con una gran frecuencia. En los tres últimos años, y como hemos indicado, Estados Unidos los ha cambiado frecuentemente, para alcanzar el 5% en que se encuentran actualmente los tipos básicos federales, induciendo

a su cambio al resto de los principales mercados. Como contrapartida, el avance de la Teoría Financiera, especialmente en los análisis de la «duration» de los activos, ha permitido una razonable valoración de los efectos que ello produce en el precio de los mismos.

- El de *mercado*, que aparece cuando las oscilaciones en los precios en los mercados pueden alterar el precio de otros activos que en ellos se negocian. Es el caso de la variación en el precio del Kwh., que incide sobre la cotización de las acciones de las compañías eléctricas.
- El de *cambio*, consecuencia de la variación del precio de un activo por alteración en el tipo de cambio de las divisas. Este ha minorado sustancialmente entre los países que conforman la Unión Europea, que, hasta fecha bien reciente, lo sufrían en sus transacciones. Pero no se ha eliminado con relación a otras divisas, tales como el dólar, yen y libra esterlina.
- El de *cartera*, que afecta a todos y cada uno de los activos que la integran. Y aunque los modelos de gestión que se han generalizado a partir de los años sesenta han añadido eficiencia y buen sentido, todavía aparecen verdaderos problemas cuando aparece un comportamiento de inestabilidad en los mercados bursátiles.
- El de *contrapartida*, que se genera cuando una de las partes cumple con su obligación y la otra no lo hace de manera simultánea. Este último se ha atenuado, de manera especial, en los mercados organizados.
- El de *crédito o solvencia*, derivado de la probabilidad que los fondos prestados no se devuelvan a vencimiento, y que es el típico y fundamental en las entidades financieras.
- Y, finalmente, el de *insolvencia*, que tiene su origen en la pérdida por incumplimiento o concurso de acreedores derivado de la insolvencia de la entidad de contrapartida (13).

La comunidad internacional viene realizando un ingente esfuerzo para atenuar el impacto de tales riesgos. Los Acuerdos del Banco Internacional de Pagos de Basilea constituyen una guía que orienta en la mejora del control de los riesgos y la adecuación del capital de las entidades financieras, que fortalecerán su solvencia y la estabilidad y confianza en los mercados. La transparencia y la supervisión de las instancias reguladoras son muy importantes, pero, correlativamente, presentan limitaciones que podrían poner en situación dificultad a algunas instituciones. La esencia del mismo se basa en el porcentaje de recursos propios sobre activos que deben tener las instituciones, fijado en el 8% con carácter global. Tal porcentaje se supera con gran comodidad por parte de la mayor parte de las entidades financieras españolas. Pero el problema no es ese, sino, como sostiene el Gobernador del Banco de España, que la ponderación del mismo resulte proporcionada a la distribución de riesgos, evitando que donde este sea limitado, se produzcan excesivas concentraciones de capital (14).

En todo caso, la aplicación de los nuevos acuerdos de capital conocidos como Basilea II, no sólo estimulará a las entidades a mejorar sus modelos de distribución, estrategias de capital y sistemas de gestión de riesgos. Mejorará su eficiencia y competitividad, garantizando, al tiempo, la estabilidad de los sistemas financieros a través del establecimiento de requerimientos de capital regulatorio más sensibles a los perfiles de riesgo de las contrapartidas. (15) En nuestra opinión, y tal como se ha manifestado en el XIII Encuentro del Sector Financiero, el problema es la diferente

interpretación que pueda darse a sus aspectos normativos, interpretación que en determinados entornos, especialmente los más vinculados a la concepción tradicional de las finanzas, suponga un freno y la inducción a un talante menos competitivo para algunas de las instituciones.(16) No debe olvidarse que la esencia del negocio de estas se basa en la disposición de un razonable sistema de medición, aceptación y gestión del riesgo, en especial, en entornos de cierta turbulencia, en los que contar con ello supone una indudable ventaja para competir.

Por otra parte, las nuevas tecnologías están propiciando instrumentos que permitirán integrar la gran dispersión de datos que fluyen a través de los mercados financieros. Los sistemas EII (Enterprise Information Integration) y los lenguajes XBRL (Extensible Business Reporting Language) que estarán definitivamente implantados en España en 2007 posibilitarán la elaboración de «reportings financieros» en formatos de intercambio exigibles por los reguladores, especialmente la Comisión del Mercado de Valores y el Banco de España, en relación tanto con las empresas que cotizan en los mercados como con las entidades financieras. Y ello con el sano objetivo de proporcionar información fiable y actualizada del entorno sobre las que basar las decisiones estratégicas de las empresas, identificando tanto las oportunidades y nichos de negocio como las amenazas de nuevos competidores (17), cuestión que si es típica en cualquier tipo de actividad mercantil, lo es en mayor medida en las empresas que operan en los mercados financieros.

En otro orden de cosas, el comportamiento de los mercados financieros viene condicionado por la política fiscal de las autoridades. La última reforma del sistema tributario español tendrá una especial incidencia en el ahorro, especialmente el de largo plazo, algo contrario al sentido común y a la realidad de la población española, con creciente envejecimiento y necesidad insoslayable de disponer de una cierta salvaguarda económica ante el declive de los sistemas públicos de protección. Los Planes de Pensiones, los Seguros de Ahorro y los de Dependencia tendrán menores atractivos para las personas que destinaban su ahorro a constituir reservas en estos activos. Por otra parte, la elevación del tipo impositivo de retención del 15 al 18% está en contradicción con la tendencia en todos los países avanzados, y, además, se penaliza al ahorrador modesto y beneficia a las personas de rentas altas que especulan en los mercados. Y si estas serán algunas de las repercusiones en el inversor individual, algo parecido sucederá con la reforma de la tributación de las empresas, puesto que el sentido de las mismas no toma en consideración las necesidades que estas tienen de adaptarse a las nuevas tecnologías a través de cuantiosas inversiones en inmovilizado. Efectivamente, se reduce el tipo de gravamen del Impuesto de Sociedades, pero al tiempo, se eliminan la mayor parte de las deducciones por inversiones, I+D, etc. con lo que el efecto final del tributo será de una mayor carga para la firma y una inadecuada respuesta a la obsolescencia técnica que esta tiene. Y, en modo alguno, nos aproxima a los modelos que imperan en la Unión, todos ellos, con menor nivel impositivo, y, además, con escasa incidencia para resolver los problemas endémicos que soporta la economía española (18).

Pero hagamos una rápida reflexión sobre aspectos doctrinales relativos al comportamiento de los mercados y sus magnitudes fundamentales.

3. LAS APORTACIONES DOCTRINALES PARA EL CONOCIMIENTO DE LOS MERCADOS

A lo largo de la historia, los mercados financieros fueron objeto de atención por parte de las diferentes escuelas del pensamiento económico. Su parámetro básico, el tipo de interés, ha sido en éstas objeto permanente de polémica. Para John M. Keynes, «la tasa natural de interés podía definirse más estrictamente como la que prevalece en equilibrio cuando la producción y la ocupación son tales que la elasticidad de la ocupación como un todo es cero». Pero ¿cuál sería el supuesto tácito necesario para que tenga sentido la teoría clásica de los tipos?. La suposición, como agrega Keynes, que la tasa real es siempre igual a la neutral en el sentido que acaba de definir, o, recíprocamente, que la tasa real es siempre igual a la que mantendrá la ocupación a cierto nivel especificado y constante. Pero si la teoría tradicional la interpreta así, en sus conclusiones prácticas hay poco o nada con que no estemos de acuerdo. La teoría clásica supone que la autoridad bancaria o las fuerzas naturales hacen que la tasa de interés de mercado cumpla una u otra de las condiciones anteriores, e investiga que leyes regirán la aplicación y las remuneraciones de los recursos productivos de la comunidad en este supuesto. Con esta limitación, el volumen de producción depende únicamente del nivel constante de ocupación que se supone, junto con el equipo y la técnica actuales; con lo que, entraríamos en la paz de un mundo ricardiano» (19).

En una posición diferente, Hayek, en su célebre obra «La desnacionalización del dinero», publicada en 1976, realiza un alegato a favor de la libre competencia en la emisión y circulación de cualquier medio de pago, abogando por el tratamiento del dinero como si de cualquier otro bien material se tratase, gestionado por un ente privado y no por un monopolio público, asumiendo que tal política tendría unos altos costes de transacción, pero que conduciría, como así estamos comprobando, a un imparable proceso de disminución del número de divisas en los actuales mercados financieros. Basta con observar los mercados cambiarios para comprobar que dólar, euro y yen son protagonistas de la mayor parte de las transacciones.

Pero Hayek fue más allá en la interpretación del papel del dinero en la economía moderna al sostener que:

- La política monetaria solía ser, más que el remedio, la causa de las depresiones económicas, ya que era mucho más fácil, cediendo a las demandas de dinero barato, provocar los errores de la producción que hacían inevitable una reacción posterior, que ayudar a la economía a desembarazarse de las consecuencias de un superdesarrollo en una particular dirección. La inestabilidad económica de los años setenta tuvo su origen en el no-sometimiento al mercado del dinero, que, en su opinión, constituye el más importante regulador del mecanismo del mercado.
- Por otra parte, no debe olvidarse que el dinero no es un instrumento de política con el que puedan conseguirse determinados resultados mediante el control de su cantidad, aunque habría de formar parte del mecanismo autodirigido que induce al individuo a ajustar sus actividades a circunstancias que sólo pueden conocerse a través de las señales que emanan de los precios.
- La creencia, generalmente admitida, que el dinero barato es siempre deseable y beneficioso, hace inevitable e irresistible la presión sobre cualquier autoridad política o monopolio capaz de abaratar el dinero emitiendo una cantidad

superior. Y aunque tal política ayuda al prestatario, siempre a expensas de otros, produce durante algún tiempo, un efecto expansivo y estimulante sobre la actividad económica, pero, al tiempo, genera unos efectos lentos e indirectos, difíciles de comprender y reconocer, que los más inmediatos y agradables que los percibidos por el que recibió el dinero en primera instancia. Algo de ello estamos comprobando en nuestra propia carne cuando observamos la lenta, pero progresiva evolución de los tipos básicos que se duplican en poco más de tres años.

- Hayek termina con una afirmación concluyente: «desde que la política keynesiana se ha infiltrado en las masas, se ha hecho respetable la inflación y ha suministrado a los agitadores argumentos que los políticos profesionales no pueden refutar. La única manera de evitar que una inflación continua nos conduzca a una economía controlada y dirigida, y, por tanto, en última instancia, para salvar la civilización, es necesario privar a los gobiernos de su poder sobre la oferta de dinero» (20).

Sin seguir al pie de la letra esta rigurosa afirmación, Sala i Martín, nos ofrece unas reflexiones de gran interés para los economistas financieros, al sostener que el valor de una moneda no refleja solamente el honor nacional de un país, ni tampoco la evidencia de su situación económica, pues una economía, como le sucedía a la norteamericana a mediados de los ochenta, con un dólar a 200 pesetas tenía una gran fortaleza. Y, correlativamente, el país puede ir bien y tener una moneda débil, como sucedía en 1990 cuando el dólar se había reducido a poco más de 100 pesetas. Sala nos recuerda, además que:

- Las monedas no compiten. La competencia debe quedar para las empresas que producen bienes y servicios. Las monedas limitan su utilidad como instrumento para la compra o venta de dichos bienes y servicios. Si el euro baja con relación al dólar, los productos norteamericanos se encarecen, perjudicando a los importadores europeos que compran allí, y, recíprocamente. Nuestra moneda se debilita, ganando los exportadores y perdiendo los importadores, no olvidando que el euro barato conlleva, por otra parte, riqueza y ocupación.
- No debe olvidarse, por otra parte, que el hecho de contar con una moneda única puede tener efectos adversos para las economías que las adoptan. Nosotros podemos comprobarlo con la aparición de la denominada inflación diferencial, esto es, aquella que nos separa de la que acredita el conjunto de la Unión. Si España se sitúa por encima del 4% cuando la europea está en el 2%, habrá analistas que acusarán a nuestras autoridades de incompetentes, aunque el hecho objetivo es que no es más que una consecuencia de tener una moneda en un área económica con acusadas divergencias.
- El tema crucial para nosotros podría aparecer en un escenario de caída de la demanda y los precios se vean obligados a bajar. En tal caso, con la inflexibilidad que tienen algunos de ellos —los salarios, por ejemplo— se originará un efecto adverso: la aparición de desempleo, no pudiendo las autoridades recurrir a la clásica medida de reducir la cotización de nuestra moneda, porque tal decisión ya no les corresponde (21).

Este será uno de los problemas que deberá afrontarse en el futuro. Si España hizo en la segunda mitad de los años noventa un esfuerzo titánico para prepararse a la introducción del euro, en especial, en la reducción tanto del déficit corriente como del

endeudamiento público, queda una tarea pendiente como es la del alineamiento de nuestros precios internos al nivel de los que existen en Europa, tarea que debería ser una preocupación prioritaria de nuestras autoridades y, por otra parte, un verdadero problema para la Unión.

Aunque no podemos olvidar los efectos positivos que ha representado el acceso al euro. Para Domingo Solans, con la moneda, y el papel del Banco Central Europeo, puede consolidarse el proceso de integración comunitaria, proceso que implica: moneda común como catalizador de la integración de los mercados europeos; sistema común de pagos; referencia monetaria en el ámbito internacional, pero, sobre todo, el haber creado una cultura común de estabilidad monetaria (22). Cultura que ya venía preconizada por el antiguo Sistema Monetario Europeo que, con sus luces: la creación de una zona de estabilidad monetaria en Europa, y sus sombras: la asimetría en los diferentes países, funcionó razonablemente bien haciendo posible la introducción del euro, aunque poniendo de manifiesto, como sostenía Varela Parache, la imposibilidad de lograr los tres objetivos: estabilidad de los cambios; libertad en los movimientos de capital y la persistencia de políticas monetarias independientes, esta última objeto de renuncia por todos los miembros de la Unión Monetaria (23).

A pesar de todo, y para nuestra aflicción, surgirá de nuevo la inestabilidad en los cambios internacionales. De acuerdo con Galbraith, la estabilidad monetaria internacional será posible siempre que lo sean las economías nacionales, cuando los países industrializados sepan combinar, de forma razonable, el alto nivel de empleo con unos precios tolerablemente estables. Mientras no llega ese momento, todo lo que se diga sobre la reforma monetaria internacional caerá en el vacío, y podrá prescindirse de ella, salvo por aquellos cuyo empleo dependa de tal discusión. Siendo los regímenes económico y monetario una parte esencial del proceso de distribución de la renta, el movimiento hacia una mayor racionalidad de esta ha de ser aspecto indispensable de una política económica fructífera, aunque, concluye, no puede haber ningún futuro para una política que seleccione a los preceptores de sueldos y salarios para tal restricción, dejando, por muy conveniente que sea, intactos a los titulares de otros tipos de rentas (24).

Dejemos momentáneamente estas reflexiones conceptuales para conocer algunos aspectos cuantitativos que acrediten la importancia de los mercados financieros.

4. RETOS Y DESAFÍOS EN LOS MERCADOS

Para considerar este aspecto y no alargar el análisis, centraré mis comentarios en los mercados más ligados a la iniciativa privada: de valores, bancarios, inversión colectiva y derivados, en los que las familias españolas tenían invertidos, a comienzos del año 2006, y con datos del Banco de España, del orden de 1,6 billones de euros (una cantidad próxima a los 265 billones de las antiguas pesetas), casi un 60% más del PIB de España de un año, y el equivalente próximo a siete veces el volumen del Presupuesto consolidado de gasto estatal.

Comenzando por los *mercados bursátiles*, España acaba de poner en marcha el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La sociedad gestora de nuestras Bolsas, en un afán por ampliar la gama de productos y servicios que requieren los inversores, y, al tiempo, dar una respuesta a una de las exigencias que se derivaban de la aplicación de la Ley y el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva respecto de las

Sociedades de Capital Variable (SICAV). Estas entidades, con un capital mínimo de 2,4 millones de euros y, al menos, 100 socios, son sociedades anónimas que pueden emitir títulos cuya negociación y posterior liquidación, compensación y registro, requiere un tratamiento singular, diferente al que sigue cualquier otra acción ordinaria que cotiza en Bolsa. Y que han adquirido en los últimos diez años una cierta importancia. Baste decir que cuentan con un patrimonio superior a los 25.000 millones de euros y 400.000 accionistas en más de 3.000 entidades. Su normal funcionamiento requiere poder dar liquidez a sus títulos bien en una Bolsa, en cualquier otro mercado organizado o de forma similar a como se realizan las suscripciones y reembolsos de los Fondos de Inversión. Sin olvidar las posibilidades inmensas de las SICAVs estructuradas por «compartimentos», que facilitarán el acceso a nuevos inversores.

Pero el MAB, aparte de ello:

- Podrá utilizarse como medio para canalizar inversiones hacia la renta variable española, garantizando la liquidez de sus acciones.
- Facilitará la agilidad de las operaciones mediante la utilización de la plataforma de negociación electrónica SIBE, con la transparencia que a esta caracteriza.
- Posibilitará el acceso a compañías de pequeña capitalización, que tienen dificultad, en algunas ocasiones, para ser líquidas, así como para inversores modestos.
- Hará posible la participación, tanto de los actuales miembros de Bolsa, como de las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las sociedades gestoras de inversión colectiva, así como las propias SICAV sobre los títulos que gestionen (25).

Como vemos, su utilidad no sólo circunscrita para encauzar una exigencia legal sino para facilitar el acceso a los mercados de segmentos de inversores con menores niveles de renta, acceso que está estabilizado en España. Con datos referidos al período 1992-2004, las familias españolas mantienen, aunque en rigor podemos decir que reducen ligeramente su porcentaje de propiedad de las acciones de las empresas nacionales. En el Cuadro 1 podemos comprobar su evolución:

CUADRO 1. EVOLUCIÓN DE LA PROPIEDAD DE LAS ACCIONES

Instituciones	1992	2004	U-2003
Bancos y Cajas	15,6	8,7	6,4
Compañías de Seguros	3,4	2,3	—
Instituciones de Inversión Colectiva	1,7	6,3	25,3
Administraciones Públicas	16,6	0,3	3,9
Empresas no Financieras	7,7	23,1	19,3
Familias	24,4	24,1	15,6
No Residentes	30,6	35,2	29,4
Total	100,0	100,0	

Fuente: Elaboración propia con datos Bolsa de Madrid (26). En porcentaje de la capitalización total.

El cuadro nos permite obtener importantes conclusiones:

— En primer lugar, muestra un razonable nivel de diversificación entre distintos segmentos sociales, aunque con algunas diferencias sobre lo que sucede, por ejemplo en la Unión Europea, en la que mientras que Bancos y Cajas participan tan sólo con el 6,4% en la renta variable, aquí están por encima, tras reducir más del 40% su presencia en los últimos doce años.

- Las Instituciones de Inversión Colectiva, que multiplicaron su protagonismo cuatro veces, en Europa están aún con una presencia cuatro veces superior a la nuestra.
- Las Administraciones Públicas, por su parte, que realizaron un proceso drástico de reducción de su presencia en la renta variable hasta un nivel escasamente significativo, en Europa casi alcanza el 4%.
- Las empresas no financieras, en unos porcentajes más próximos a los que nosotros presentábamos en 2004.
- El sector de Inversores no Residentes, contra lo que cabría esperar, no sólo mantiene sino que mejora su presencia hasta el 35,2%, segura expresión su confianza en las empresas cotizadas en las que están participando.
- Y las familias, que en España, como anticipábamos más arriba, se había mantenido en el entorno del 24%, están aún muy por encima del 15,6% que se registra en Europa. Y ello sin hacer la consideración de algún año puntual, en que las familias estaban presentes con más del 35,1% en términos de capitalización, porcentaje que se ha reducido desde el año 1998 por la migración hacia otros activos, básicamente, los inmobiliarios.

En cualquier caso, esta distribución puede ser una garantía en etapas singulares de procesos alcistas o bajistas, en el que la estabilidad oscilaría con estrechos márgenes, con la confianza que ello sugiere para la generalidad de los inversores, que se enfrentan a una etapa de incertidumbre. Por ello, la mayor parte de los analistas sugieren un comportamiento relativamente conservador, en el que, considerando la posible continuidad del encarecimiento del petróleo, el de otras materias primas, e, incluso, el del oro, que llegó a registrar el máximo nivel de los últimos 25 años, aconseja reducir hasta cinco puntos porcentuales las posiciones en renta variable desde el 45% en que se encontraban, y limitar la exposición a la renta fija a no más del 20%, con lo que podría acreditarse un comportamiento razonable hasta el paso de las turbulencias.

Los *mercados bancarios*, por su parte, continúan un proceso de adaptación al proceso de innovación y de asunción de la nueva normativa que sobre riesgo se encuentra en proceso de implantación. En el citado XIII Encuentro del Sector Financiero celebrado en Madrid en abril de 2006, los altos dirigentes de las instituciones, aún con estrategias diferentes según la vocación y la dimensión de la entidad, coincidían en una serie de cuestiones esenciales:

- La conveniencia de limitar la financiación a operaciones a medio y largo plazo en función de las expectativas del ciclo económico, hecho que afectará sensiblemente a empresas y particulares.
- La diversificación de las aplicaciones crediticias por sectores, modalidades y vencimientos, de forma adecuada a aquel.

- La inclusión y el cobro de las primas de riesgos, que incidirá sobre el coste final de las operaciones de crédito y préstamo.
- La realización de «pruebas periódicas de esfuerzo» en función de los diversos escenarios de evolución de los tipos de interés, hecho que ayudará, de forma ostensible, a la mejora de la gestión.
- Continuidad en la política de racionalización de costes operativos, política que permita asegurar ratios de eficiencia razonables. Y ello, a través de la traslación de actividades que generaban costes fijos a variables, hecho que deventrá, con total seguridad al final del proceso, en mayor precariedad laboral.
- La política de actuación en «banca minorista» polarizada en depósitos, productos de pensiones, venta cruzada, tarjeta de crédito, crédito al consumo y canalización de los flujos de fondos generados por inmigrantes. Todas ellas potenciadas, de forma especial, el crédito al consumo, que en España mantiene un nivel escaso: 1.500 euros por año, la tercera parte de lo que acredita, por ejemplo, el Reino Unido.
- La generación de franquicias globales en los mercados minoristas, operaciones de «trade finance» y «project finance».
- La práctica de gestión «multicanal», ya iniciada en la última década, pero que se consolidará en los próximos años.
- Una oferta de servicios que otorgue mayor importancia a los «paquetes de productos» y «tarifas planas» de comisiones para aquellos grupos de clientes que acrediten un elevado nivel de fidelización con la entidad, detectando, de forma permanente, la sensibilidad de estos a los cambios en precios.
- Una cierta prevención ante la evolución del crédito hipotecario. En un escenario en el que los tipos alcanzarán el 4,75% y los hipotecarios, el máximo del 6,39%, para una operación de 130.000 euros a 25 años representaría una subida de cuota de 200 euros —desde 669-869 euros—. Y eso podría pesar sobre la tasa de morosidad.
- La repercusión del nuevo Acuerdo sobre Capital continúa siendo un motivo de preocupación para las entidades. Sus tres pilares: requerimiento mínimo de capital; proceso de revisión por el supervisor y la práctica de una rigurosa disciplina de mercado serán la garantía para prevenir pérdidas por impagos.
- La utilización de Internet y telefonía móvil han de posibilitar la adecuada comprensión para los clientes; facilitará la práctica de una estrategia «multicanal» que evite conflictos entre entidades; potenciando los «call-centers», hoy generalizados en las grandes empresas de servicios; proseguir con la concepción de las entidades como «supermercados financieros»; y con una dedicación exclusiva a los procesos de mejora de la calidad de la clientela (27).
- La mejora en las estructuras de gobierno corporativo, todavía ancladas en prácticas endogámicas, y que unidas al rediseño de la política de participaciones industriales, ha sido uno de los mensajes singulares que nos acaba de hacer llegar el Fondo Monetario Internacional (28).
- Una cierta atención al proceso de integración bancaria en Europa, que no evoluciona de forma adecuada. Un reciente estudio sobre los principales determinantes de integración de las actividades bancarias, incluyendo a los nuevos Estados y el impacto del euro en dicho proceso, revela que la integración continúa siendo muy débil, estando afectada por condiciones competitivas e institucionales que derivan en que no pueda ser vista de manera uniforme y equilibrada en todos los países (29). La introducción del euro ha cambiado el

paso y la tendencia de la integración bancaria, pero esta no se encuentra, ni con mucho, en los niveles que serían deseables en un mercado único en el que la actividad de las instituciones represente uno de sus más activos baluartes.

- Las posibilidades de forjar unas relaciones bancarias más estrechas no siempre ofrecen un listado concluyente de ventajas. Si bien el período 1992-2002, el concepto de «banca de relación» ha cobrado protagonismo en los estudiosos de la economía bancaria, los resultados de una investigación sobre este hecho han generado resultados contradictorios (30), quedando pendiente el logro, como sugiere la más elemental intuición, de evidentes beneficios para los costes de intermediación y, consecuentemente, para la mejora de la competencia en la actividad bancaria.

Sin olvidar que, a pesar de los buenos resultados que ofrece el sector en España, todavía, la aportación en términos de Valor Añadido Bruto/ PIB, España está al nivel del 4%, un punto menos que el promedio de la Unión Europea y seis menos que los Estados Unidos (31). En definitiva, hemos avanzado, pero tenemos todavía trecho que recorrer.

Las *instituciones de inversión colectiva*, por su parte, se enfrentan a grandes retos. La evolución registrada en los últimos años se verá muy condicionada por los avances introducidos por la reglamentación aprobada recientemente, la introducción de los ETFs, las SICAVs por compartimentos y el desarrollo del mercado de los Hedge Funds.

La nueva *reglamentación* completa la transposición de las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE a la legislación española, con lo que se avanza de forma decisiva en la convergencia europea. Ello incide en cuestiones tan esenciales como la política de inversión de las instituciones; en las posibilidades de invertir en depósitos bancarios, instrumentos derivados y en activos del mercado monetarios no cotizados, sin eludir una cuestión esencial como es el régimen de atribución de Fondos Propios a sus entidades gestoras. Pero, también:

- La posibilidad de comerciar productos fuera de nuestros mercados, y, recíprocamente, la admisión para cualquier entidad extranjera que previamente se registre y sea autorizada para actuar en España.
- La rigurosa aplicación del principio de protección a los inversores, a través de la exigencia de los deberes de diligencia y lealtad de los gestores hacia aquellos.
- La extensión del principio de flexibilidad para evitar restricciones a la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva, y, finalmente.
- La mejora de su régimen administrativo y el establecimiento del proceso de intervención en situaciones críticas, como ya existe para otras instituciones del sistema financiero (32).

El segundo reto lo constituye la autorización para los *ETFs*, (Fondos de Inversión que cotizan en Bolsa) productos que tienen una corta pero eficiente trayectoria. Nacieron en 1993 en los Estados Unidos y hoy existen más de 500 entidades de esta categoría, híbrida entre los Fondos de Inversión y las acciones que se negocian en los mercados de renta variable. Esta modalidad replicará a un índice bursátil al igual que lo hacen acciones e instrumentos derivados, certificados y warrants. Se negociarán en la misma

plataforma que estos, el SIBE, con las ventajas que ello supone para su agilidad operativa, transparencia y liquidez. Las entidades emisoras de este producto se distinguirán entre sus potenciales clientes por su oferta de liquidez, la posibilidad de reparto de dividendos y la aplicación de comisiones más ajustadas que las que devengan con otros productos. Si a todo ello se une la posibilidad que los ETFs puedan utilizar una amplia gama de subyacentes y la aplicación de una fiscalidad diferente a la de los Fondos de Inversión. Aquí no se retiene un porcentaje de las plusvalías devengadas, antes, al contrario, se aplica el régimen general de tributación con que se trata a las acciones, esto es, aplicando el tipo general de los incrementos patrimoniales. Y con una ventaja adicional, pues al ser productos de gestión pasiva, que replican a un índice, devengan menores costes que los habituales de la gestión activa.

Finalmente, la puesta en marcha de los *Hedge Funds*. La Comisión del Mercado de Valores a través de su Circular del pasado mes de mayo, daba, por fin, luz verde a estos instrumentos, que no son otra cosa que Fondos de Inversión Libre o Fondos de Fondos de Inversión Libre, típicos de lo que se conoce con el nombre de «gestión alternativa», presentes desde hace varios años en los mercados financieros más avanzados a través de lo que se conoce como «productos armonizados» (UCIT), especialmente, en Francia e Irlanda. Sus aspectos esenciales son los siguientes:

- Se otorga una amplia flexibilidad en las inversiones de aquellos actores con mayor preparación, que, generalmente, requieren menores niveles de protección, sin descartar que puedan participar otros de menor experiencia, aunque, en este caso, se orienta hacia la utilización de los Fondos de Fondos, más cercanos a los Fondos de Inversión tradicionales.
- Las sociedades gestoras han de fijar un sistema de imputación de comisiones en función de resultados, evitando que los inversores soporten comisiones gravosas cuando el valor liquidativo de sus participaciones sea inferior a un valor previamente alcanzado por el Fondo y por el que haya soportado previamente comisiones sobre resultados.
- En los Fondos estrictamente financieros, la comisión de gestión se establecerá en función del patrimonio de la entidad, el rendimiento obtenido o a través de una estructura mixta.
- En los Fondos Libres, la comercialización se orientará hacia inversiones por encima de los 50.000 euros; sin limitación respecto a la concentración de riesgos y con grandes posibilidades de apalancamiento. Las comisiones no tendrán limitación, por lo que, al menos al principio, se estima un lento desarrollo en nuestro medio.
- En los Fondos de Fondos, por el contrario, no habrá requerimiento de inversión mínima. Sus inversiones podrán diversificarse, con un mínimo del 60% en los Fondos Libres y con un máximo del 10% por Institución de Inversión Colectiva. Tendrán menor volatilidad que los anteriores, así como, menor riesgo, por lo que su rentabilidad esperada será inferior a la que se tiene para aquellos.

Como vemos, un conjunto de instrumentos que avanzan en la línea de modernización de nuestros mercados, aunque habremos de esperar algún tiempo para comprobar el grado de aceptación por parte de los inversores y los gestores de fondos, que según la última investigación realizada por Merrill Lynch (33) estiman que las perspectivas financieras están empeorando en un entorno de evolución a la baja de las

tasas de asunción de riesgos, aunque, añadimos nosotros, es en este entorno en el que productos tan apalancados tienen su mayor sentido.

Con relación a los *instrumentos derivados*, hemos de insistir en las grandes posibilidades, pero también, en los diversos riesgos a que se enfrentan. No ha de olvidarse que no sólo el conocimiento, sino también el comportamiento racional es una premisa exigida en cualquier inversión arriesgada. Recordemos el caso del Fondo LTCM (Long Term Capital Management) cuya alta gerencia compartían tres ejecutivos, dos de ellos distinguidos con el Premio Nóbel de Economía, y que abocaron al más estrepitoso fracaso en 1998. Todos los derivados buscan la rentabilidad en términos absolutos con independencia de la evolución que tengan en cada momento los diferentes mercados a los que aplican sus recursos; gestionan el riesgo con una estrategia típica que limita su exposición, a veces neutral, a cada uno de aquellos; pudiendo adoptar y mantener posiciones «cortas» y con la expectativa de obtener rentabilidades positivas tanto en coyunturas alcistas como bajistas. Si a todo ello se une un requerimiento de recursos propios a sus entidades gestoras por encima de lo exigido con carácter general, nos encontraremos con una institución adecuada y posible en un mercado competitivo.

Finalmente, y como novedad, hemos de apuntar que el Ministerio de Economía acaba de regular las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de instrumentos financieros derivados sobre energía. A partir de ahora podrán negociarse futuros y opciones sobre energía, así como otros instrumentos financieros derivados sobre esta, teniendo como subyacente cualquiera de sus variantes, aunque distintas a las dos anteriores (34). Con esta disposición se cierra un ciclo de modernización de nuestros mercados introduciendo un activo subyacente que, en este momento, es objeto de primordial atención en todos los países desarrollados.

5. REFLEXIONES FINALES

Por lo anteriormente expuesto, puede comprobarse como la situación de los mercados competitivos, en los que concurren, tanto una amplia y variada gama de productos y servicios, frutos de los procesos de innovación, como grupos numerosos de usuarios de activos financieros, tanto los habituales en operaciones clásicas como los que accedieron masivamente aquellos por la vía del endeudamiento, el apalancamiento y la asunción de riesgos, se enfrentan a una serie de retos y desafíos para los que han de estar racionalmente preparados.

Y, todo ello, en un entorno en el que concurren especiales características:

- La situación en las grandes economías del mundo, en las que conviven de manera persistente factores negativos en magnitudes esenciales: ritmo de crecimiento, profundos déficit comercial y presupuestario e inflación creciente, por no hablar de pérdida de competitividad derivada del rechazo a realizar las reformas estructurales profundas que requieren algunos mercados, situación que nos coloca, poco a poco, en una situación de debilidad frente al empuje de las economías emergentes.
- Una Europa con grandes dosis de parálisis y con un proceso constitucional que si bien alentó la posibilidad de superar alguno de sus problemas endémicos, hoy está en entredicho, dudando que pueda dar respuesta a los deseos de

más de veinticinco países, tan desiguales en su estructura, sociopolítica y económica, como confusos con las medidas que han de aplicar para su encauzamiento y convergencia.

- Y, en España, en la que aparte de habernos embarcado en un proceso solapado y ambiguo de reforma constitucional, los territorios iniciarán un proceso reivindicatorio que actuará como contrapoder a la estructura del Estado, diluyendo nuestro sentido nacional y favoreciendo la formación de «seudonaciones», que poco o nada tiene que ver con los objetivos que animaron la creación de una Europa unida, en la que mercados más integrados y flexibles reforzaran una verdadera posición competitiva, la única que puede asegurar una posición satisfactoria a los intereses generales de la mayoría de los europeos.
- Algunos datos, referidos a España, deberían ser motivo de preocupación. Y no por una presentación coyuntural, sino por su persistencia y gravedad. El anterior Gobernador del Banco de España (35) con motivo de la publicación del Informe Anual nos recordaba algunos hechos fundamentales, muchos de ellos aquí citados al repasar la situación de los mercados:
 - El desfase progresivo entre los niveles de renta y gasto, tanto de las economías familiares como la de las empresas.
 - La particularidad que una buena parte del endeudamiento se haga a tipos de interés variables, hecho que agudiza las cargas en un proceso, como en el que nos encontramos, de subidas reiteradas en el precio del dinero, con especial traslación a las economías más endeudadas, que suelen ser las de menores niveles de renta.
 - Como una buena parte de la riqueza se encamina hacia la vivienda residencial, hecho que está en el origen del fuerte crecimiento del sector de la construcción en su protagonismo en la renta nacional, pero, al tiempo, generando en la economía española un exceso de exposición a la previsible caída de los precios inmobiliarios.
 - Pero con otros riesgos de no menor entidad: el déficit exterior y la inflación. El primer de ellos, alentado por los números rojos de una balanza comercial, que con los últimos datos disponibles, crecía un 28% más que el año anterior; una balanza de servicios cuyo superávit tradicional se reduce casi un 70%, reducción que se contabilizaba, igualmente, en la cuenta de capital. Todo ello apuntaba a una necesidad de financiación de nuestra economía en cifras próximas a los 24.000 millones de euros, más de un 40% que lo contabilizado un año antes.
 - La inflación, por su parte, en el entorno del 4%, con más de punto y medio porcentual que la media europea, denotando que España, con la excepción de tres de los diez últimos países incorporados a la Unión, está a la cabeza en materia de incremento de precios, poniendo en una situación de dificultad al futuro de la moneda única.
- Ante la eventualidad de una crisis, los mercados financieros tienen una importante baza que jugar: propiciar respuestas que minoren sus efectos. En esta línea, Joseph E. Stiglitz (Nóbel en 2001) nos recuerda que en la de 1997-1998, la asistencia del Fondo Monetario Internacional fue mal diseñada y deficientemente aplicada. Las respuestas ante crisis financieras futuras habrían de situarse en un contexto social y político. Debe regresarse a los principios económicos básicos más que concentrarse en la efímera psicología de los

inversores, en la impredecibilidad de la confianza. En estos casos, el FMI debería retornar a su mandato original: proveer financiación para restaurar la demanda en los países que atraviesan una recesión. Los países en el mundo subdesarrollado insisten en preguntar por qué cuando los Estados Unidos atraviesa una recesión aboga por una política fiscal y monetaria expansiva, y cuando las atraviesan ellos se insiste justo en lo contrario (36).

- Y Galbraith, que reflexionando sobre la probabilidad de presentación de crisis futuras nos recordaba «¿Cuándo se producirá el próximo episodio especulador y a que valores afectará su recurrencia: propiedad inmobiliaria, títulos de bolsa, objetos de arte, automóviles antiguos? Para esto no hay respuesta, nadie lo sabe, y quienquiera que pretenda contestar es que no sabe que no sabe. Pero una cosa es cierta: habrá otro de estos episodios y otros más después. Como ya se ha repetido, tarde o temprano, a los incautos se les desposee de su dinero. Y lo mismo le sucede, por desgracia, a quienes, respondiendo a un generalizado talante optimista, son cautivados por la creencia en su propia perspicacia financiera. Así ha sido durante siglos, y así continuará siendo en el futuro lejano» (37).
- En un entorno mucho más próximo, pero no menos realista se pronunciaba el que fuera Gobernador del Banco de España, Luís Ángel Rojo, recordaba algunas relaciones entre los procesos de innovación y las crisis financieras. Sostenía que aquellas, en un entorno de globalización, dificultan el desarrollo y la instrumentación de la política monetaria, sometiénolas a mayores restricciones que en el pasado. Si a ello se une el posible incremento de riesgos de inestabilidad en los sistemas financieros, se entenderá que, junto al reconocimiento de los efectos favorables que la innovación aporta a la mejora de su competitividad y eficacia, quepa dudar que alguna de las rápidas innovaciones puedan ser calificadas como un bien social sin restricciones ni reservas (38).
- Pero insistiendo sobre la innovación financiera, no debemos olvidar algo sustancial. Muchas de las figuras que se han presentado como tales utilizan nomenclaturas o estructuras que pueden resultar novedosas, pero que responden a tecnicismos que no son otra cosa que expresiones «ex novo» con escasa innovación financiera real. Ello, lejos de sorprendernos, no hace más que poner de manifiesto que la velocidad de las alteraciones de léxico o de forma de presentación suele ser mayor que las de nueva creación. Pero el mundo moderno es así, y junto a procesos efectivos de innovación, que los hay, y aquí se ha dejado constancia de ellos, convive con otros de mera revolución de las formas de designación, especialmente complicadas cuando se utilizan idiomas ajenos al nuestro (39).
- Por ello, Alan West nos recuerda la importancia de la selección de aquellos productos o servicios financieros, que, desde la óptica del consumidor, produzcan una mayor tasa de retorno comercial real. «Recuerda que quien paga tu sueldo es el consumidor». Tal sentencia es olvidada frecuentemente por algunas empresas de servicios de inversión, que ofrecen productos o servicios cuya rentabilidad fundamental es para la empresa oferente (40).
- En este sentido, la propia Unión Europea, con la publicación del Libro Blanco sobre los servicios financieros, insiste en la aplicación permanente del principio de la «better regulation» a todas las políticas comunitarias, hecho que supone: un procedimiento transparente de consulta, necesidad de evaluaciones previa a la adopción de medidas importantes; fomento de la convergencia de la supervisión; fomento de economías de escala para las empresas de servicios

de inversión; fomento de la competencia entre proveedores de servicios, especialmente entre minoristas e impulso de la influencia exterior de la Unión en los mercados globales de capitales (41). Todo un conjunto de precauciones que mejorarían el nivel de presentación de los productos y servicios que ofertan las instituciones privadas y el grado de transparencia posterior para el consumidor.

- Un ejemplo de esta naturaleza se está generalizando en España por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En las operaciones de su ámbito de responsabilidad, inició hace años la publicación de una serie de guías informativas de todos los productos y servicios que se comercializan en España, con lenguaje sencillo y asequible a cualquier inversor por modesto que fuere. La última de ellas —«Qué debe saber sobre las empresas de servicios de inversión» (42)— es todo un manual de sabiduría y buen criterio que ojalá leyeran todos los potenciales actores en los mercados. Si a este esfuerzo se unen las asociaciones y entidades privadas dedicadas a la defensa de los consumidores y las instituciones oficiales que se responsabilizan en materia de consumo, y con una legislación adecuada, se evitarían algunos problemas como el que recientemente apareció en España con el negocio filatélico.
- En esta línea, hemos de recordar que una de las cuestiones básicas que han de superar los mercados globales es la transparencia y calidad de la información financiera corporativa. En un ensayo sobre el futuro de esta, DiPiazza y Eccles (43) nos recuerdan que «alguno de los escándalos surgidos en el entorno internacional han provocado no sólo la indignación de los inversores, sino algo mucho más importante: la pérdida de confianza en el ortodoxo funcionamiento de aquellos como tales mercados. La recuperación de esta requeriría una adecuada respuesta a «la demanda del mercado de que las auditorías deberían aportar mucha más información acerca de la salud de los negocios», y no haber contribuido, como ya ocurriera con recientes escándalos, al encubrimiento de estos.
- Y ello ocurre porque como sostienen Grinblatt y Titman, «los administradores poseen información a la que no tienen acceso los inversores externos. Dado que las distorsiones surgidas de estas diferencias de información tienen un coste elevado, los directivos de las empresas se interesan en tomar medidas que minimicen tales distorsiones. Una forma de rebajar estos costes es aumentar la cantidad de información que se encuentra disponible para accionistas e inversores, reduciendo así las ventajas informativas de la dirección. De este modo se consigue que los inversores tengan que confiar en menor grado en indicadores indirectos de valor, tales como dividendos y ratios de endeudamiento, que pueden ser manipulados por los administradores en detrimento de la situación de la empresa a largo plazo. Se podrían igualmente paliar los efectos del problema de la información diseñando programas retributivos que redujeran la motivación de la dirección para aumentar la cotización de las acciones» (44).
- Y es que, para Godefroy y Lascoumes, «la opacidad tiene una larga historia, inseparable de la historia del capitalismo mercantil y financiero. Las veleidades de la regulación actual son, cuando menos, ambiguas. Para entenderlo bien, es preciso recordar dos cosas. En primer lugar, que los centros, países y territorios que ofrecen ventajas, en términos de menor carga impositiva y clandestinidad de las operaciones financieras, no son una creación de redes mafiosas internacionales. Estas no han hecho más que explotar las posibili-

dades que idearon los dirigentes de la economía tradicional a finales del siglo XIX con vistas a reducir sus gastos fiscales y llevar a cabo operaciones comerciales que escaparan al control del Estado en sus países de origen. Gran parte de los expedientes de delincuencia económica comportan, en algún momento, el uso de ventajas de los centros «off-shore» como instrumento para ocultar acciones delictivas. Una vez más, los actores en cuestión son actores políticos o económicos legítimos que han incorporado el uso de los recursos que ofrecen esos centros a sus respectivas estrategias de acción. Es el caso de los mayores grupos industriales (Citibank, Enron, Parmalat) que llevaron a cabo, durante mucho tiempo, toda una serie de operaciones irregulares recurriendo a sofisticados y complejos montajes de naturaleza contable y que los mismos Estados no han dejado de hacerlo cuando han tenido acuciantes necesidades (Elf, Credit Lyonnais, Banco Nacional de Rusia, etc.) (45).

- En relación al papel de los economistas en el estudio de las crisis que afectan a los sistemas financieros, George Stigler (Nobel 1982) en su clásico «El economista como predicador» nos recuerda «que somos buenos teóricos, no se discute: durante doscientos años nuestro sistema analítico ha estado ganando en precisión, claridad y generalidad, aunque no siempre de lucidez. La evidencia histórica de que nos estamos convirtiendo en buenos trabajadores empíricos es menos extensa, pero el último siglo de la economía certifica el inmenso aumento en la fuerza, el cuidado y el valor de nuestras investigaciones cuantitativas. Nuestros estudios teóricos y empíricos en expansión centrarán, inevitable e irresistiblemente, el tema de la política pública, y desarrollaremos un cuerpo de conocimiento esencial para la formulación política inteligente. Y entonces, con toda franqueza, espero que nos convirtamos en los adornos de la sociedad democrática, cuyas opiniones sobre política económica prevalecerán» (46).
- Samuelson (Nobel en 1970) por su parte, con algo de ironía, al referirse a la integración del trabajo del economista en las sociedades desarrolladas, y con ocasión de su artículo sobre los resultados conseguidos por la economía austriaca, «en la que el crecimiento imparable del producto nacional bruto se producía con unas tasas de inflación y desempleo mínimas, recibió la siguiente respuesta de un funcionario: A Austria le va tan bien porque exportó todos sus economistas a Gran Bretaña y Estados Unidos». Samuelson, sencillamente, no quería aceptarlo» (47). Los hechos probados en la España actual y en un buen número de mercados financieros, así lo ponen de manifiesto y ahí tenemos unos cuantos ejemplos: OPA sobre Endesa con intervenciones contradictorias de autoridades y reguladores; Presupuestos del Estado para el año 2007, con crecimientos del gasto público muy por encima del que se espera para la riqueza nacional; Política de Precios Públicos de bienes esenciales a la comunidad, etc.).
- Y en esa línea, a propósito del desarrollo de la actividad financiera pública, las críticas de los analistas económicos a la expansión del gasto en el Presupuesto para 2005, ponían al descubierto la existencia de compromisos políticos que pulsaban al alza el volumen de gasto, especialmente, el requerido por aquellas fuerzas que apoyaban al Gobierno, con el peligro de no alcanzar la ansiada estabilidad presupuestaria a largo plazo. El crecimiento del gasto por encima del de la riqueza nacional no hacía, en este momento, ni hace más productiva a la economía española, ni ayuda al reforzamiento de la actividad económica de las empresas. Pero esta era la opinión del economista, que no

era, sistemáticamente tomada en consideración por los que aprobaban los presupuestos (48). Ni era razón suficiente que tal comportamiento tuviera una repercusión segura sobre el precio del dinero y otros parámetros macroeconómicos.

- Por ello, los economistas hemos de insistir en la necesidad de arbitrar «políticas para un crecimiento sostenible, equitativo y democrático. Esta es la razón del desarrollo. El desarrollo no consiste en ayudar a unos pocos individuos a enriquecerse o en crear un puñado de absurdas industrias protegidas que sólo benefician a la élite del país; no consiste en traer a Benetton, Ralph Lauren o Louis Vuitton para los ricos de las ciudades, abandonando a los pobres del campo a su miseria. El que se pudieran comprar bolsos de Gucci en los grandes almacenes de Moscú no significó que el país hubiera vuelto a una economía de mercado. El desarrollo consiste en transformar las sociedades, mejorar la vida de los pobres, permitir que todos tengan la oportunidad de salir adelante y acceder a la salud y a la educación». Tal es el pensamiento del Nobel Stiglitz (49) que conviene, a modo de conclusión acerca de nuestro papel, a esta parte del razonamiento.

En la medida que consigamos alumbrar otras expectativas que, llevadas al entorno empresarial, mejoren el proceso de asignación de recursos y la productividad de los mismos, habremos contribuido a consolidar uno de los sistemas más vivos del conjunto de los que constituyen el sistema económico en el entorno de la economía de mercado: el sistema financiero.

6. REFERENCIAS

- (1) «Annual state of the financial services industry 2006». Mercer, Oliver and Wyman. Informe presentado en el Foro Económico Mundial de Davos. 7 marzo 2006.
- (2) «Mercados financieros y estrategia empresarial». Grinblatt, M y Titman, S. Ediciones Mc Graw Hill. Madrid, 2003. Página XIII.
- (3) «El progreso económico de España (1850-2000). Prados de la Escosura, L. Fundación BBVA. Bilbao, 2003. Páginas 229-233.
- (4) «El stock y los servicios del capital en España en 1964-2002». Más, Pérez y Uriel. Fundación BBVA. Bilbao, 2005. Páginas 301-308.
- (5) «Globalización y Nueva Economía». Discurso de ingreso en la Real Academia de Doctores de España del Profesor D. Juan E. Iranzo. Madrid, 8 octubre 2003.
- (6) «Integración financiera y monetaria europea». Estudios bancarios. Fundación Banco Bilbao Vizcaya. Bilbao, 1997. Página 63.
- (7) «Informe Anual 2005». Banco Central Europeo. Prólogo del Presidente, J. C. Trichet. Frankfurt, marzo de 2006.
- (8) «Paro e inflación». Friedman, Milton. Instituto de Economía de Mercado. Unión Editorial S.A. Madrid, 1982.
- (9) «Libertad de elegir». Milton y Rose Friedman. Ediciones Orbis. Barcelona, 1983. Página 367.
- (10) «El dinero». John Kenneth Galbraith. Biblioteca de Economía. Ediciones Orbis. Barcelona, 1983. Página 352.
- (11) «La economía del fraude inocente. La verdad de nuestro tiempo». John Kenneth Galbraith. Ediciones Crítica. Barcelona, 2004. Páginas 67-68.

- (12) «Action management». Redwood, S; Goldwasser, C y Street, S. Ediciones Gestión 2000. Madrid, 2001. Página 11.
- (13) «Los riesgos en los mercados financieros». Morales-Arce, R. Documento interno de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Nacional de Educación a Distancia. Madrid, mayo de 2005.
- (14) «Basilea II alumbró un sistema financiero mejorado». Entrevista al Gobernador del Banco de España. Revista Bolsa de Madrid. Octubre 2005. Página 11.
- (15) «El nuevo acuerdo de capital de Basilea (BIS) II». Urra, I. Revista Bolsa de Madrid. Octubre 2005. Página 25.
- (16) «Nuevas oportunidades de negocio para las entidades financieras españolas Encuentro del Sector Financiero. Deloitte, SAP y Genworth Financial. Madrid, 27 y 28 de abril de 2006.
- (17) »Respuesta a las necesidades de formación en el sector de los servicios financieros». Molano, A. Revista «Finanzas y Banca». Número 103. Madrid, noviembre 2005. Página 46.
- (18) «La reforma fiscal en España: una visión crítica del proyecto del Gobierno». Rubio, J.J. Papeles de la Fundación Faes. Número 28. Madrid, abril 2006. Página 8.
- (19) «Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero». Keynes, J. M. Fondo de Cultura Económica, Madrid, 1981. Página 216.
- (20) «La desnacionalización del dinero». Hayek, F. A. Biblioteca de Economía. Ediciones Orbis. Barcelona, 1985. Páginas 104-138.
- (21) «Economía liberal para no economistas y no liberales». Sala i Martín, X. Ediciones Plaza y Janés. Barcelona, 2002. Páginas 266-268.
- (22) «La política monetaria europea y el papel del Banco Central Europeo». Domingo Solans, E. Artículo en el libro «La moneda en Europa: de Carlos V al euro». Ediciones Pirámide. Madrid, 2003. Página 304.
- (23) «El Sistema Monetario Europeo: antecedentes y evolución». Varela Parache, M. Artículo en el libro citado. Página 204.
- (24) «El dinero». Obra citada. Páginas 355-360.
- (25) «El MAB: Un mercado diferente». Revista «Bolsa». Abril, 2006. Página 15 y «El MAB en la rampa de lanzamiento». Sánchez, M.J. Bolsa de Madrid, noviembre de 2005. Página 35.
- (26) Revista «Bolsa». Madrid, marzo 2006. Página 25.
- (27) «Mercados bancarios y Nueva Economía». Morales-Arce, R. Revista de la Real Sociedad Económica Matritense. Número 45. Página 59.
- (28) Informe del Fondo Monetario Internacional. Junio 2006.
- (29) «Banking integration in Europe». Pérez, Salas y Saurina. Revista «Moneda y Crédito». Número 220 /2005. Página 105.
- (30) «Deconstructing relationship banking». Freixas, X. Publicación «Investigaciones Económicas». Volumen XXIX (1)/2005. Página 31.
- (31) Según estudio de la Consultora Mc Kinsey. Junio 2005. Citado por el Presidente de Caja de Madrid en el XIII Encuentro del Sector Financiero. Madrid, abril 2006.
- (32) «El nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva». Revista Bolsa de Madrid. Noviembre 2005. Página 13.
- (33) Encuesta de Merrill Lynch entre los Gestores de Fondos. 16 de mayo de 2006.
- (34) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda. Boletín Oficial del Estado de 15 abril 2006. Páginas 14532-14536.

- (35) Presentación del Informe Anual del Banco de España por su Gobernador. Madrid, 19 de junio de 2006.
- (36) «El malestar de la globalización». Joseph E. Stiglitz. Ediciones Taurus. Madrid, 2002. Página 299.
- (37) «Breve historia de la euforia financiera». John K. Galbraith. Editorial Ariel. Barcelona, 1991. Página 119.
- (38) «La innovación financiera». Luis A. Rojo. Discurso pronunciado con ocasión de la Convención del Banco de Bilbao. Madrid, 1987.
- (39) «Mercados financieros competitivos: situación y perspectivas». Rafael Morales-Arce. Madrid, febrero de 1987. Página 85.
- (40) «Estrategia de innovación». Alan West. Prentice Hall International Ltd. Editado por la Fundación Cotec. Madrid, 2002. Página, 334.
- (41) «White Paper on financial services policy 2005-2010». Comisión Europea. Bruselas, 2006.
- (42) «Las empresas de servicios de inversión». Comisión Nacional del Mercado de Valores. Madrid, abril 2005.
- (43) «Recuperar la confianza: el futuro de la información corporativa». Samuel A. diPiazza Jr y Robert G. Eccles. Financial Times Prentice Hall. Pearson Educación. Madrid, 2002. Página 174.
- (44) «Mercados financieros y estrategia empresarial». Mark Grinblatt y Sherindan Titman. Ediciones Mc Graw Hill. Madrid, 2003. Página 543.
- (45) «El capitalismo clandestino: la obscena realidad de los paraísos fiscales». Thierry Godefroy y Pierre Lascoumes. Paidós Ibérica. Barcelona, 2005. Página 21.
- (46) «El economista como predicador y otros ensayos». George J. Stigler. Biblioteca de Economía. The University of Chicago Press. Ediciones Orbis. Barcelona, 1985. Página 53, tomo II.
- (47) «La economía desde el corazón». Paul A. Samuelson. Ediciones Folio. Barcelona, 1987. Página 248-249.
- (48) «Análisis y valoración de la actividad financiera pública en 2005». Morales-Arce, R. Anales de la Real Academia de Doctores de España. Volumen 9, páginas 77-110. Madrid, 2005.
- (49) Stiglitz. «El malestar ...». Obra citada. Página 313.