

DISCURSO DE INGRESO
DEL ACADÉMICO NUMERARIO
EXCMO. SR. DOCTOR
D. RAFAEL MORALES-ARCE MACÍAS

Diseño y Maquetación:
Gráficas Chile, S.A.L.
Chile, 27
Tel./Fax 91 359 57 55
28016 MADRID

Depósito Legal: M-38929-2006

Excmo. Señor Presidente de la Real Academia de Doctores de España
Excmas. Sras. y Sres. Académicos, Señoras y Señores,

Es para mí un alto honor haber sido admitido como Académico de Número en la Real Academia de Doctores de España, institución de amplio carácter multidisciplinar que ha venido acogiendo a relevantes personalidades de los ámbitos académico, científico, técnico, cultural y humano, que con su importante capital intelectual contribuye de forma decisiva a la elevación del nivel de la sociedad española en esta materia. Es mi propósito ser merecedor y corresponder dignamente a la alta consideración que me han dispensado.

Mi agradecimiento sincero al Pleno de Doctores Académicos que hizo posible mi elección como Numerario, y la continuidad, ya con esta condición, de la tarea que había emprendido en los últimos años ochenta como Académico Correspondiente, participando en las actividades normales de la Corporación y disfrutando de la sabiduría, los conocimientos y el ejemplo de todos los que a estas se dedican con tanta asiduidad como eficacia.

Deseo manifestar mi profundo agradecimiento a los Académicos Doctores Juan E. Iranzo Martín; Rafael Martínez Cortiña y Manuel López Cachero, que avalaron con su firma mi solicitud de ingreso en esta Real Academia. Todos ellos, con un amplio y dilatado currículo docente y profesional, maestros en los diferentes campos de Estructura Económica y la Economía Aplicada Cuantitativa, y con una reconocida solvencia científica e intelectual. Con ellos comparto la docencia en la Facultad de Ciencias Económicas, en el caso del Profesor Iranzo, en la Universidad Nacional de Educación a Distancia, y en mi condición de antiguo alumno de la Universidad Complutense, con los Profesores Martínez Cortiña y López Cachero, que tuvieron o tienen, altas

responsabilidades en este último centro, no sólo como Catedráticos Numerarios, sino como Secretario y Decano, el Doctor López Cachero, y como Director de la Fundación Complutense, del Doctor Martínez Cortiña, que, además, acreditó una dilatada y fructífera trayectoria como primer ejecutivo de una importante entidad financiera española.

De manera especial, al doctor Juan E. Iranzo, que tiene la gentileza de contestar a este discurso de ingreso, correspondiendo, con un exceso de generosidad, al compromiso asumido por nuestra común vinculación actual a la misma institución universitaria.

PREÁMBULO

En este momento he de hacer una mención especial a mi antecesor en la Medalla Número 57 de esta Academia, el Doctor Don JOSÉ GONZÁLEZ PAZ, que leyera su discurso de ingreso el 18 de junio de 1964 permaneciendo vinculado durante más de 41 años, hasta su fallecimiento en el año 2005. El Doctor González Paz, nacido el 25 de diciembre de 1927, durante sus casi setenta y ocho años de vida, desarrolló una intensa vida personal, profesional y académica. Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos en 1950 se doctoró, posteriormente tanto en Ingeniería como en Ciencias Económicas, en esta última, con Premio Extraordinario en 1960.

Su actividad profesional se centró en los campos del turismo, la vivienda, las obras públicas y el urbanismo, temas que, como recordaría el Doctor López Cachero en la nota publicada en los Anales de la Real Academia con motivo de su fallecimiento, constituyen soportes fundamentales para el progreso económico y social de España. Desempeñó, igualmente, la responsabilidad de la Delegación de Obras y Servicios Urbanos en el Ayuntamiento de Madrid, actividad de gran impacto público en una etapa en la que el crecimiento metropolitano de la capital fue intensivo y básico para la perspectiva que hoy podemos contemplar. Sus actividades profesionales las compartió con su dedicación a la enseñanza universitaria como Catedrático de Economía en la Escuela de Ingenieros de Caminos, Cátedra a la que accediera en 1970.

El Doctor González Paz tuvo una presencia activa en nuestra Academia. Su discurso de ingreso, pronunciado en 1964, analizó el tema “El desarrollo regional desde el punto de vista económico”, en un momento en que se reorientaba una nueva política económica en España, con la puesta en marcha del Plan de Estabilización, un conjunto de actuaciones que facilitaría, años después, el proceso de acercamiento a las instituciones comunitarias. Su última conferencia en esta casa, pronunciada el 17 de abril de 2002, con el tema “Sobre el establecimiento de indicadores económicos y sociales en relación con las grandes infraestructuras”, integraba en el centro de su discurso, y como gran prueba testimonial, su indudable experiencia técnica con su excepcional sentido económico. El Doctor González Paz fue ejemplo permanente de rico y fecundo quehacer académico, ejemplo justamente reconocido con la concesión de las Medallas de Oro y Plata de nuestra Corporación. Ojalá podamos nosotros emular su fructífero comportamiento. Descanse en paz.

1. INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros desempeñan un papel esencial en el desenvolvi-

miento 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 2006 –del orden de 900.000 millones de euros, unos 150 billones de las antiguas pesetas– sino porque viene 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 2005, 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 en este momento analizar su configuración característica, los desafíos y amenazas a las que se enfrenta y las servidumbres que traslada, 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. Y ello con el rigor que preside cualquier presentación pública en esta Corporación, que quedará plasmada en la publicación correspondiente, aunque con la lógica simplificación que, en consideración a la brevedad que merece el distinguido auditorio, he de hacer de datos y detalles menos relevantes.

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 financieros, 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, provoca situaciones de desprestigio para el conjunto del mercado, que no es otra cosa, como nos recordaban los Profesores Sampedro y Martínez Cortiña en su clásico *Manual de Estructura Económica*, “cualquier organización o mecanismo formal o informal a través del cual, compradores y vendedores pueden ponerse en contacto para determinar el precio y realizar la transacción o intercambio” (3), aunque, complementariamente, con un equilibrio en las posiciones de cada parte y “nunca a

ciegas”, pues entonces existen bastantes posibilidades que uno de los actores resulte perjudicado.

Pero los mercados son parte sustancial de la actividad económica. Y recurriendo a la historia, un reciente estudio del Profesor 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 llegado a 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 (4). 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, pueden extraerse 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 (5), 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 deslocalización industrial ejercerá una influencia crucial sobre la toma de decisiones que, hasta hace relativamente poco tiempo, podían tomarse de forma autónoma. Como nos recordaba el Profesor Iranzo en su discurso de ingreso en esta Corporación (6), asistimos a una creciente globalización de los mercados financieros, que, incluso, está 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, Frankfort, 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 presen-

cia 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 (7). 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 veinticinco 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 han producido

valoraciones públicas contradictorias del proyecto de Constitución, el Banco Central Europeo, independientemente de que actúe de conformidad 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 macroeconómico no inflacionista favorable al crecimiento y la creación de empleo, propósitos que siempre valoran positivamente los mercados financieros (8).

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 prospectiva el desenvolvimiento 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 sostiene 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 (9). Añade el economista norteamericano 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 (10), 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 vacuna, 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.

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 (11), 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 afirman 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” (12).

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 “distorciones” 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 confin a otro en el mundo de los negocios (13), 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, Estados Unidos los ha cambiado hasta 16 veces, 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, que, hasta fecha bien reciente, lo sufrían en sus transacciones. Pero no se ha eliminado con relación a otras divisas, tales como el dólar y yen.
- 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 se produce un comportamiento de inestabilidad en los mercados bursátiles.
- El de *contrapartida*, que aparece 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, quiebra o suspensión de pagos derivado de la insolvencia de la entidad de contrapartida (14).

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, presenta limitaciones que podrían poner en situación de 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 (15).

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 (16). 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 (17). 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 harán posible 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, harán posible 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 (18), 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. El proyecto de 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 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, parece que se reducirá el tipo de gravamen del Impuesto de Sociedades, pero al tiempo, se eliminará la deducción por inversiones, 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 (19).

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

2. 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 Keynes, “la tasa natural de interés podía definirse más estrictamente como la que prevalece en equilibrio cuando la producción y la ocu-

pación 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” (20).

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, qué 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” (21).

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 (22).

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 el fallecido profesor 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 (23). 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 sostiene el profesor Varela Parache, la imposibilidad de lograr los tres objetivos: estabilidad de los cambios; libertad en los movimientos de capital y la persis-

tencia de políticas monetarias independientes, esta última objeto de renuncia por todos los miembros de la UME (24).

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 (25).

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

3. LA CONFIGURACIÓN GLOBAL DE LOS MERCADOS

3.1. Los Grandes Agregados Financieros

Para no cansar al ilustre auditorio con muchas cifras, se ha elaborado un cuadro resumen de las cifras más representativas de nuestros mercados financieros –Cuadro 1–. El año 2006 comenzó con un volumen agregado próximo a los siete billones de euros, algo más de 1.164 billones de las antiguas pesetas, cifra que representa del orden de ocho veces la riqueza nacional de España en un año. O sea, que a través de los mercados financieros fluye un volumen de recursos de tal magnitud que exige su sometimiento a una serie de preceptos, normas y regulaciones de gran rigor y severidad que, de alguna forma, garanticen el desarrollo de la actividad económica de la nación.

Destacaré algunas cifras representativas:

- El *efectivo* en circulación en manos del público se aproxima, en el contexto de la Unión, a más de 581.000 millones de euros, con un fuerte

crecimiento respecto al año anterior, por encima del 11%, lógica consecuencia del desarrollo de la política del Sistema Monetario Europeo, que ha de realizar un difícil equilibrio ante la diferente situación de la estructura económica y de los niveles de precios de sus once integrantes, algo que, para España, no deja de representar momentáneamente una gran ventaja, aunque no así para aquellos países que tienen políticas de precios internos más rigurosas.

- La negociación en el mercado de *Deuda Pública Anotada* en el Banco de España, superó en el año 2005, los 2,5 billones de euros. A esta cifra, se unen los más de 106.000 millones de Letras del Tesoro, productos ambos con los que los inversores están financiando el endeudamiento del Estado, afortunadamente, en trance de reducción desde hace diez años. Hecho que está provocando una caída importante en las cargas financieras públicas, así como la posibilidad que los ciudadanos puedan invertir sus excedentes de ahorro en actividades directamente productivas del sector privado.
- La *Renta Fija Privada* negociada en el mercado AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros), superó los 442.000 millones de euros, con un crecimiento por encima del 8% en el año. Gran parte de estos recursos, financian deuda corporativa privada y permiten a las empresas allegar fondos en condiciones más competitivas que las que sugieren otros oferentes.
- *La Bolsa*, nuestro mercado financiero por excelencia, cerró el año 2005 con un volumen de negociación muy cercano al *billón de euros*, del cual, la más importante, por encima del 85%, fue la renta variable. Tuvo un crecimiento importante, casi del 31% en el año, cerrando un ciclo de tres ejercicios consecutivos de subidas, que no sabemos, a esta altura del año, como concluirá cuando llegue a su fin. A pesar del desarrollo en los últimos veinte años, todavía estamos a gran distancia de los mercados más importantes del mundo: doce veces menos que Nueva York; cinco que Londres y algo más de la mitad de lo negociado en la Bolsa alemana. Nuestra rentabilidad, por su parte, se situó a nivel intermedio entre la fuerte revalorización de la bolsa japonesa y la que experimentó el FT-100 británico, y, ligeramente por debajo de lo que habían conseguido alemanes y franceses.
- Nuestras *entidades financieras* –Bancos, Cajas y Cooperativas de Crédito– operaron con unos activos totales medios de 1,9 billones de

euros, generando un beneficio antes de impuestos próximo a los 16.000 millones de euros. Su nota más característica es el alto nivel de su ratio de eficiencia, que se sitúa en el entorno del 50%, aunque con diferencia entre unas instituciones y otras. Hasta el punto que alguna de ellas, con ratios entre el 30-40%, están en el punto de mira de grandes corporaciones financieras, lo que aventura procesos de toma de participación, tanto por parte de entidades españolas, como por extranjeros que desean operar o mejorar su cuota de mercado en España.

- La *inversión colectiva*, esta modalidad que tanto arraigo popular ha tenido en los últimos veinte años, ha tenido, igualmente, un comportamiento significativo. Fondos de Inversión y Planes de Pensiones absorben hoy recursos financieros próximos a los 320.000 millones de euros, con un crecimiento por encima del 11% en el pasado año. La popularidad de estos productos, a los que están suscritos casi 18 millones de personas, permite financiar, en una buena medida, endeudamiento público, y, en menor proporción, renta variable o deuda privada. Las alteraciones que se han producido en los tipos de interés en los mercados; los criterios de valoración de las participaciones, escasamente entendibles para una buena parte de los ahorradores; los cambios en el tratamiento fiscal y la débil cultura financiera de algunos inversores, ha reflejado un comportamiento agrídulce en los últimos diez años. Hubo un fuerte trasvase de recursos desde la inversión colectiva a otras que se esperaban más lucrativas: la vivienda residencial; la renta variable; los instrumentos derivados, e, incluso, depósitos de más alta remuneración, etc., con lo que las entidades financieras tratan de recuperar una parte de los depósitos a casi coste cero que habían perdido. A pesar de ello, estas instituciones tienen un amplio potencial de mejora. España se encontraba tan sólo hace tres años con un 4,3% de cuota de mercado en Europa en la modalidad de Fondos de Inversión, frente a Francia, por ejemplo, que supera el 21%. Sin embargo, el patrimonio medio por partícipe está bastante alineado, incluso, con países con mayor nivel de riqueza que España. Nuestros 18.000 euros por persona son casi el 80% del que se contabiliza en Estados Unidos, fiel reflejo de lo selectivo que es este instrumento de ahorro, fundamentalmente utilizado por clases medias y medias altas.
- El *mercado de seguros* también se encuentra en un proceso expansivo, aunque de distinto tenor que el de los mencionados anteriormente. Terminamos el ejercicio con casi 49.000 millones de euros en primas, con un crecimiento próximo al 8%, que, casi en un 60%, se destina a seguros generales, y, el resto, a productos relacionados con el ahorro: planes de previsión asegurados, seguros de jubilación, seguros de ries-

go y ahorro. Y, como en el caso de la inversión colectiva, con un alto nivel de popularidad: más de 28,3 millones de españoles tienen algún producto financiero de vida o de ahorro, gestionando las entidades de seguros casi 125.000 millones de euros en el pasado ejercicio. Y con un importante volumen de ahorro acumulado, que representa ya el 5,4% de nuestro Producto Interior Bruto, si bien todavía nos queda un cierto recorrido hasta alcanzar el promedio de la Unión, por encima del 8,4%.

- Por su parte, el *mercado de derivados*, anotó más de 42,5 millones de contratos, con un crecimiento del 48% en el año, destacando la negociación de futuros y opciones sobre acciones de diversos subyacentes, que, en su conjunto, absorbían casi tres cuartas partes de otro mercado que muestra una gran actividad. El producto warrant, que, en la práctica, ha iniciado su masiva negociación con el comienzo del siglo, lanzó 4.020 nuevas emisiones con un volumen de efectivo negociado de 2.142 millones de euros, más del 17% de lo que se había negociado el ejercicio anterior.

CUADRO 1.

Resumen de los Datos Básicos de los Mercados Financieros al 31 de Diciembre de 2005

> PRODUCTO INTERIOR BRUTO (pm)	826.936 millones de €
> EFECTIVO EN CIRCULACION	581.800 millones de € (+11,21%)
> RENTA FIJA NEGOCIADA (DPA)	2.529.000 millones de € (+ 9,1%)
> LETRAS DEL TESORO	106.374 millones de € (+ 3,1%)
> NEGOCIACIÓN AJAF	442.417 millones de € (+ 8,20%)
> NEGOCIACIÓN BURSÁTIL	950.000 millones de € (+30,90%)
> ACTIVOS ENTIDADES FINANCIERAS	1.900.000 millones de €
> INVERSIÓN COLECTIVA	319.000 millones de € (+11,40%)
> NÚMERO DE PARTICIPES	17.700.000
> PRIMAS DE SEGUROS	48.687 millones de € (+ 7,70%)
> NÚMERO DE ASEGURADOS AHORRO	28.300.000
> CONTRATACIÓN DERIVADOS(nº)	42.500.000 (+48,00%)

Fuente: Elaboración propia a partir datos del Instituto Nacional de Estadística; Banco Central Europeo; Comisión Nacional del Mercado de Valores; Revista BOLSA; Asociación Española de Banca Privada; Confederación Española de Cajas de Ahorros; Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Asociación aseguradora Icca, en las referencias concretas que se citan en cada producto financiero.

3.2. Los Principales Mercados

3.2.1. Monetarios y de Divisas

Los mercados monetarios constituyen el soporte básico del conjunto de los mercados financieros. La situación de las *variables monetarias* al comienzo del año 2006 es la que se recoge en el Cuadro 2.

CUADRO 2.
Variables Monetarias en la Zona Euro

Variable	Saldo vivo	Crecimiento interanual (%)
M1	48,4	11,3
Efectivo en circulación	7,3	13,7
Depósitos a la vista	41,1	10,9
M2-M1 (=Otros depósitos)	37,5	5,3
Depósitos hasta 2 años	15,7	6,6
Depósitos disponibles con Preaviso hasta 3 meses	21,8	4,2
M2	86	8,4
M3-M2 (= Instrumentos Negociables)	14	0,9
CREDITO A RESIDENTES ZONA EURO		
A Administraciones Públicas		4,5
Al sector privado		9,1
PASIVOS FINANCIEROS A MÁS LARGO PLAZO (Excluidos capital y reservas)		8,8

Fuente: Elaboración propia a partir datos del Banco Central Europeo (26).

Demostrativos del proceso de expansión de los agregados monetarios básicos, el más significativo de los cuales, la M1 (Efectivo en manos del público más los depósitos a la vista) evoluciona por encima del 11% en el conjunto del año. En menor porcentaje lo hacen la M2 y M3, la primera de las cuales, supone agregar a la M1 el conjunto de los depósitos hasta dos años, y la M3, que, además de las dos anteriores, computa las cesiones temporales de activos, las participaciones en los Fondos de Inversión monetarios y otros activos con duración hasta dos años, a los que nos referiremos con posterioridad.

De todo ello, podemos inferir algunas cuestiones:

- En primer lugar, y fijándonos en la M3, al quedar estabilizada temporalmente por encima del crecimiento económico de la zona euro, debe ser objeto de atención preferente por parte del Banco Central Europeo para establecer argumentos sólidos que justifiquen un proceso de elevación de los tipos de interés de la zona.
- Pero, a continuación, y ante el riesgo de incrementos similares, e, incluso, superiores, de este agregado, pondría de manifiesto una generación de liquidez mayor de la razonable, incompatible, por otra parte, con un crecimiento no inflacionario para el conjunto de la economía.
- Más de la mitad del crecimiento de las magnitudes monetarias depende del comportamiento de la M1 —que es su agregado básico— y, dentro de esta, de los depósitos a la vista, cuyo dinamismo se explica por la

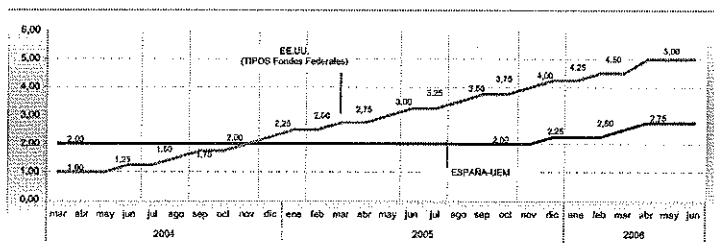
rápida progresión del crédito otorgado al sistema, y concretamente, a la financiación de los procesos de adquisición de vivienda.

De la evolución de la política monetaria podemos obtener una explicación del comportamiento de los *tipos de interés*. En cuanto a los tipos a largo, durante el año anterior mantuvieron una cierta estabilidad, en una fase del ciclo económico en la que era previsible un aumento de los mismos. La recuperación temporal del dólar norteamericano –a pesar de la subsistencia de sus déficit exterior y presupuestario– parecía apuntar en sentido opuesto, hecho que parece ir contra la lógica económica y financiera, máxime cuando los precios del crudo vienen incrementándose inexorablemente, como también, los tipos de interés a corto plazo, tanto en Estados Unidos, como de manera menos acusada, en la zona euro.

Con todo ello, la política monetaria de la Reserva Federal se endurece, con elevaciones progresivas de sus tipos de interés a corto plazo, que pasaban del 1 al 5% en poco más de dos años, y con la constatación de un cambio significativo en aquella, que abandona la laxitud de períodos anteriores.

En la zona euro, con un entorno de bajo crecimiento económico y escasas tensiones en la inflación subyacente, se evoluciona de un bienio de casi estabilidad en los tipos a corto, a un escenario de subidas progresivas que podrían llevarnos a tipos básicos por encima del 3% en pocos meses. En el Gráfico 1 se recoge la evolución de los tipos oficiales en Estados Unidos y Europa (27).

GRÁFICO 1.
Evolución de los Tipos de Interés



En definitiva, y para lo que a nosotros interesa, es muy probable este proceso de crecimiento de nuestros tipos a corto plazo, motivados, no sólo por la evolución del PIB de la Unión, sino por otros factores, como el crecimiento del precio del crudo, aparte la posibilidad que la economía pueda aceptar

dinero algo más caro si ello ayuda al objetivo básico del Banco Central Europeo: la estabilidad de precios. Como contrapartida, tal comportamiento no será bueno para España, en la que cada punto que suben los tipos de interés significarán un coste aproximado de 20.000 millones de euros, a soportar por las empresas, economías domésticas y el conjunto de las Administraciones Públicas, distribuidos aproximadamente en el 45, 30 y 25%, respectivamente.

Finalmente, y para concluir con los datos más relevantes relativos a los agregados monetarios, indicar que los billetes en circulación en la zona euro superaba los 565.200 millones de euros, con el crecimiento del 11,3% que ya se había señalado. Las monedas, por su parte, representaban un importe menor, del orden de 16.600 millones de euros, igualmente, con un crecimiento por encima del 8,5% en el año, todo ello, con exclusión de las reservas existentes en los Bancos centrales integrados en el BCE, alertándonos este de la demanda creciente de los billetes de alta denominación –500 euros– bien por su utilización como depósito de valor o como moneda paralela en otras áreas geográficas (28), con lo que ello significa para la intermediación financiera y sus connotaciones de tipo fiscal.

El fundamento de la política monetaria como referencia obligada para seguir el comportamiento de los mercados financieros cobra una especial importancia cuando deseamos conocer su evolución futura. Pero como aquella, y según vimos, pretende conseguir objetivos no siempre compatibles: crecimiento económico real elevado y estable; alta tasa de ocupación y estabilidad de precios, tratando de influir sobre las condiciones financieras de la economía a través de diversos instrumentos, uno de los cuales, es el tipo de interés, la variable más conocida y utilizada para valorar el papel de los Bancos centrales o el nivel de restricción de aquella política. La regla de Taylor fue una de las respuestas que permitía anticiparnos al nivel del tipo de interés de referencia en función de varios parámetros: el tipo de interés real de equilibrio, que es el compatible con el crecimiento económico a largo plazo; la tasa de inflación objetivo; la desviación de la inflación respecto al objetivo del Banco Central europeo y, finalmente, la denominada “brecha de producción”, o desviación porcentual del PIB respecto a su senda potencial, los dos últimos adecuadamente ponderados (29). La aplicación de esta regla a las características macroeconómicas del área monetaria europea no hace otra cosa que confirmarnos la senda de evolución que se iniciara a finales de 2005, con la subida de 0,25 puntos, hasta el 2,25%, reforzada en abril y junio con otro cuarto de punto, alcanzando el 2,75%, que nos conducirá irremisiblemente por encima del 3% en pocos meses. Algo que ya venía siendo descontado desde mediados del pasado año, variando la percepción de los agentes económicos acerca de la disposición del BCE a intervenir tan pronto lo consideraran oportuno.

tuno, algo que, por ejemplo, no han hecho ni los británicos –que tan sólo han aflojado levemente tras una agresiva actuación previa– ni las autoridades monetarias japonesas (30).

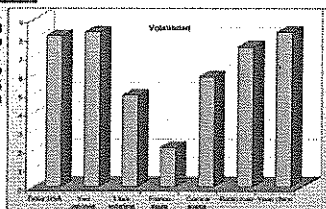
El marco para la toma de las últimas decisiones europeas de subir los tipos de interés del dinero –la Conferencia de Gobernadores de Bancos Centrales en el siglo XXI, celebrada en Madrid en junio pasado– fue el escenario en el que el Ministro español de Economía señalara que el crecimiento económico de cualquier país dependía más de las reformas estructurales acometidas que de la política monetaria impuesta por los Bancos centrales, en la que esta debía limitarse, en línea con lo sostenido al comentar las cuestiones filosóficas, a ser fundamento de una política macroeconómica “prudencial”, contando, como acompañante necesario, una política fiscal que estimule más la inversión que el consumo, así como un “mercado de trabajo flexible” que haga posible unos costes laborales que fomenten la competitividad¹.

En cuanto a los *tipos de cambio*, su comportamiento a lo largo del año 2005 se recoge en el cuadro 3, que explica el comportamiento de apreciación sólo del franco suizo y de la corona sueca respecto del euro. Todas las demás divisas sufrieron un proceso de depreciación, muy acusada en el caso del yuan chino y del dólar norteamericano, y, en menor proporción del yen japonés y la libra esterlina. Y todo ello en un entorno de volatilidad por encima del 8%, con la excepción de las dos monedas europeas no integradas en el euro, cuyas oscilaciones fueron menos significativas.

CUADRO 3.

Evolución del Tipo de Cambio del Euro con las Divisas más Representativas (Divisa /Euro)

Divisa/Euro	Valor 2001-2005	Variancia 2005	Volatilidad
Dólar USA	1,18	-13,4	8,1
Yen japonés	130,90	-0,5	8,3
Libra esterlina	0,6853	-2,8	4,9
Franco suizo	1,555	+0,6	2,1
Corona sueca	9,389	+4,1	5,9
Rublo ruso	34,040	-9,6	7,5
Yuan chino	9,557	-14,8	8,3



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Informe Mensual de diciembre de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (31).

Por otra parte, no debemos olvidar que un euro fuerte frente al dólar mues-

¹ Declaraciones en la Conferencia de Gobernadores de Bancos Centrales en el siglo XXI”, celebrada en Madrid, junio de 2006.

tra mayor resistencia ante tensiones inflacionistas y, por otra parte, reduce la repercusión al índice de precios al consumo de los incrementos en los precios del crudo. Pero, al tiempo, es negativo para las exportaciones europeas, que pierden competitividad ante los productos norteamericanos; empeora el déficit comercial, no sólo para dos grandes países de la Unión –Alemania e Italia–, sino también para España, que alcanza un alto porcentaje de aquel, restando más de un punto porcentual al crecimiento de nuestro PIB.

3.2.2. Renta Fija

El mercado de renta fija es, igualmente, centro de atención de inversores y empresas, que en él aplican sus excedentes u obtienen financiación en condiciones competitivas con las de otros intermediarios financieros. Como vimos al enumerar las cifras agregadas de los mercados, estos negocian tanto activos financieros públicos como otros emitidos por corporaciones privadas.

Los rendimientos en este mercado han tenido un comportamiento dispar. Los europeos en un proceso de lento descenso, en tanto que los norteamericanos –en especial, los Bonos del Tesoro– han mostrado un crecimiento en muy escasa medida si se compara con los tres puntos porcentuales de subida aplicada a sus títulos a corto plazo. La curva representativa tiende a aplanarse, algo que, en otros momentos, parecía propiciar una determinada recesión. La explicación reside en la fuerte demanda de activos a largo vencimiento provocada por un exceso de liquidez que está en gran medida en manos de agentes con una alta propensión al ahorro, o de otros –compañías de seguros y fondos de pensiones– que tendrán que afrontar en el futuro los pasivos contingentes de poblaciones prósperas en proceso de envejecimiento (32).

Empecemos por los *activos financieros públicos*. El principal emisor, el Tesoro Público, gracias al buen comportamiento de la economía española y de la ejecución presupuestaria en 2005, redujo sus emisiones en unos 10.000 millones de euros, por debajo de lo que inicialmente se había previsto, realizando, simultáneamente, recompras para incrementar el volumen de sus amortizaciones. El resultado final es de unos 600 millones de euros de emisiones netas frente a la estimación inicial de 14.000 millones. Con todo ello, el volumen de Deuda Pública en circulación apenas ha variado en términos nominales y la relación Deuda/PIB se reduce notablemente.

Los volúmenes negociados en la Central de Anotaciones en Cuenta fueron muy significativos, superando, como ya enumeramos, los 2,529 billones de euros, con un crecimiento por encima del 9,1% para los activos a más largo

plazo –Obligaciones y Bonos– y, en menor entidad, las Letras del Tesoro, que crecían el 3,1%.

Su estrategia para el presente ejercicio se basa en: el mantenimiento de su compromiso con los principios de transparencia; liquidez; consistencia y estabilidad, que aseguren un alto nivel de predictibilidad. Con ello, el Tesoro ofrece a los inversores en deuda española los instrumentos necesarios para que puedan optimizar la gestión de sus carteras, a la vez que consigue satisfacer las necesidades financieras del Estado al menor coste posible a largo plazo y con un reducido nivel de riesgo. Por otra parte, reducirá el número de productos en emisión, fundamentalmente las Obligaciones a 15 años y las Letras del Tesoro a 6 meses, que dejan de emitirse en el corto plazo; se alterna con la emisión de productos a distinto vencimiento, preservando la liquidez del mercado y tratando de satisfacer la demanda de los inversores en los momentos de mayor intensidad. Todo ello, acompañado de medidas complementarias que mejoren el funcionamiento de las subastas, señalando días fijos para cada uno de los activos públicos; introduciendo modificaciones en la gestión de la tesorería; facilitando el acceso de modestos ahorradores mediante la aplicación de medidas de liquidez, transparencia y competitividad de sus productos y desarrollando, como hacen las instituciones privadas, modelos de gestión del riesgo que traten de optimizar el binomio coste-riesgo que hagan posible, en próximos ejercicios, consolidarlo adecuadamente (33).

Independientemente del buen estado de la gestión del endeudamiento público en España, que cambió de sesgo desde el año 1995, lo importante es que este no supere límites razonables y que la normativa de estabilidad presupuestaria sea coherente con la regla de oro de las finanzas públicas, según la cual, sólo se justifican déficit destinados a financiar la formación bruta de capital, exigiendo que los proyectos que se nutren de recursos del Estado supongan un incremento neto de inversión en actividades productivas; que los proyectos sean financiados, al menos, con un 30%, con ahorro bruto de la Administración que los utiliza y, finalmente, que se establezca un tope máximo del 0,5% del PIB –a repartir entre las tres Administraciones– a los recursos destinados a esta modalidad financiera.

Ello evitaría la situación en que se encuentra el endeudamiento público en buena parte de los grandes países europeos. El Cuadro 4 recoge la evolución de la Deuda en la zona euro en el período 1999-2004, en el que puede observarse:

- Que en el sexenio considerado sólo se ha conseguido una escasa relación del ratio Deuda/ PIB, superando, en todo caso, el 70,2%, muy

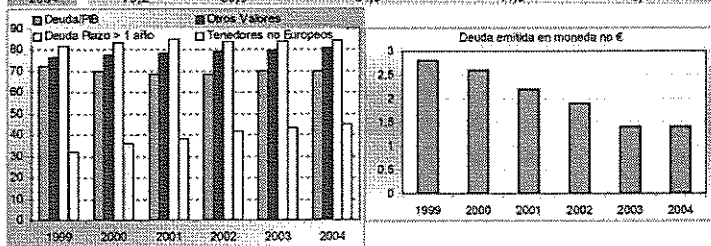
superior al límite requerido para el acceso a la tercera fase de la moneda única en 1999. De aplicarse los criterios requeridos entonces, los países más grandes no se habrían integrado en el euro.

- Como la vida de la deuda aumenta ligeramente, superando el 84,5% el vencimiento superior a un año.
- Igualmente, la mayor avidez que vienen demostrando los tenedores no europeos de deuda, que se sitúan en el último año en más del 44% del endeudamiento total.
- Y, finalmente, como la deuda que se emite en moneda “no-euro”, va reduciéndose significativamente hasta quedar en un porcentaje marginal.

CUADRO 4.

Evolución de la Deuda Pública en la Zona Euro (1999-2004)

Año	Deuda/PIB	Otros Valores	Deuda Plazo > 1 año	Tenedores no Europeos	Deuda emitida en moneda no €
1999	72,4	76,7	81,9	31,9	2,8
2000	69,9	77,5	83,5	36,0	2,6
2001	68,6	78,4	84,7	38,0	2,2
2002	68,5	79,4	83,9	41,6	1,9
2003	69,8	79,9	84,0	43,4	1,4
2004	70,2	80,5	84,5	44,5	1,4



(En % del total de deuda, salvo indicación en contrario)

Fuente: Elaboración propia a partir datos Banco Central Europeo (34).

Proceso que requerirá, a medio plazo, un serio replanteamiento de la política de endeudamiento de los países de la Unión, con carácter más vinculante del que ha existido durante el período de adaptación al euro. La demora del mismo sería un hecho de extrema gravedad para la subsistencia del sistema monetario.

Por su parte, el *endeudamiento privado* ha tenido un significativo comportamiento en el ejercicio pasado y se enfrenta a importantes retos futuros. Ya desde el año 2004, la deuda corporativa española se consolidaba como referente europeo y como fuente de financiación básica del sector privado

empresarial de España. A ello ha contribuido, entre otros factores, la progresiva reducción del endeudamiento público con la consiguiente menor apelación del Tesoro a los inversores privados, que han tenido la oportunidad de obtener un rendimiento competitivo financiando deuda corporativa. El mercado AIAF pasó en cuatro años, de suministrar financiación neta desde 9.000 a más de 110.000 millones de euros en el último año. Y las cifras de negociación son, por otra parte, bien expresivas: más de 870.000 millones de euros contratados en el mercado, con un crecimiento superior al 54%, contabilizando, además, importantes saldos vivos tanto de Deuda Pública como de Deuda AIAF, recogida en el Cuadro 5.

CUADRO 5.
Datos básicos del Mercado de Renta Fija

➤ NEGOCIACIÓN EN MERCADO AIAF	872.285 millones de € (+54,0%)
➤ SALDO VIVO DEUDA PÚBLICA	323.917 millones de € (+0,9%)
➤ SALDO VIVO DEUDA AIAF	442.417 millones de € (+8,2%)

Fuente: Elaboración propia a partir de Revista BOLSA. Madrid, abril 2006. Página 59 (35).

Estos mercados están acreditando una notable actividad. Se negocia en ellos una amplia gama de activos financieros: pagarés de empresa, normalmente en plazos comprendidos entre 6 y 36 meses, emitidos al descuento; bonos y obligaciones, emitidos a plazos superiores a los tres años, con rendimientos tanto explícitos como implícitos, respondiendo a deudas principales o subordinadas; activos de titulización emitidos por las entidades de crédito y garantizados por los préstamos hipotecarios concedidos por estas; cédulas hipotecarias; participaciones preferentes, valores negociables que forman parte del capital social de los emisores, pero que otorgan a sus titulares unos derechos muy diferentes a los correspondientes a las acciones ordinarias; bonos matador; cédulas territoriales emitidas por las Administraciones Públicas, etc. todo un conjunto de instrumentos que procuren satisfacción tanto a los emisores como a los inversores. Y con un ingrediente adicional: AIAF quiere dotarse de todos los dispositivos necesarios que garanticen la transparencia y liquidez de los mercados, sino para crear el clima propicio que logre que todos sus miembros actúen en él con plena eficacia y confortabilidad. Entre ellos, una plataforma informática que agilice las operaciones y reduzca sustancialmente los plazos de los procesos de negociación (36). El logro de todo ello consolidará su posición entre los mercados más ágiles del continente.

Si entramos en el contenido del endeudamiento, diremos que el año 2005

concluyó, según datos del Banco de España, con más de 1,75 billones de euros, más del 15% que lo hizo el ejercicio anterior. Tal cifra se distribuye entre las empresas, que absorbieron más de 790.000 millones, seguidas por las economías familiares, que alcanzaban los 650.000 millones (de ellos, 475.000 millones en préstamos hipotecarios, que crecieron casi el 25% en un año). El resto, se lo anotaban las Administraciones Públicas, con una ligera reducción. La importancia, tanto de los volúmenes de deuda como de los crecimientos, es motivo de frecuente llamada de atención por parte de las autoridades monetarias, que, hasta ahora, han conseguido escaso resultado, pero que podría tener consecuencias graves si la escalada de tipos, como hemos indicado, prosigue en los próximos meses.

No ha de olvidarse, por otra parte, que estamos ante un cambio de ciclo crediticio en el que se endurecen las condiciones de financiación, y no sólo las economías familiares sino las empresas se verán seriamente afectadas. La persistente aplicación por los Bancos Centrales de subidas de tipos se nota en la mayor parte de los mercados financieros y ello trasladará sus efectos a todos los sectores endeudados, especialmente, a los más endeudados. Las compañías de menor calidad crediticia serían las más perjudicadas. Baste un ejemplo: una baja en el rating a bono basura o “high yield” por debajo de BBB o Baa para las clasificadoras S&P o Moody’s, representa una subida en el coste financiero superior al que se produce cuando el rating baja un grado dentro del nivel de inversión, de AAA a BBB-. Por ello, las agencias de calificación no dejan de advertir que en el año 2006 habrá más empresas susceptibles de sufrir una baja en su valoración crediticia. Y no sólo empresas medianas y grandes, sino las grandes corporaciones norteamericanas (General Motors o la Ford) vieron rebajados sus ratings hasta BB y BB+, que, son en la práctica, como si sus títulos fueran “bonos basura”. Motivo de preocupación pues ya en el año casi una quinta parte del mercado de deuda estaba integrado en este segmento.

3.2.3. *Renta Variable*

Los mercados de valores de renta variable, uno de los más populares entre los mercados financieros, tuvieron un magnífico comportamiento en el ejercicio de 2005, como se pone de manifiesto en el Cuadro 6. Cabe destacar:

- El importante volumen de negociación de renta variable, por encima de los 854.000 millones de euros, con un crecimiento de más del 33% en el año.

- La renta fija y la negociación de los derivados warrants, con menores volúmenes de contratación, aunque con crecimientos por encima del 13 y el 16%, respectivamente. Este último producto va imponiéndose de forma progresiva entre los inversores individuales.
- El ratio PER de la Bolsa quedó ligeramente por encima de 16, con una reducción superior al 12% respecto al ejercicio anterior. Un comportamiento favorable que hace más atractiva la posibilidad de inversión en estos mercados, en los que una inversión, por la vía de los beneficios puede recuperarse en dieciséis años.
- Los indicadores de rentabilidad, tanto del IBEX-35 como el General de la Bolsa de Madrid tuvieron una evolución favorable, subiendo por encima del 18 y 20%, respectivamente.
- Hemos de destacar el gran nivel de popularización de nuestro mercado. El proceso de reforma en los sistemas de acceso y contratación, y un nuevo sistema de interconexión bursátil, han hecho posible la llegada masiva de inversores, corporativos e individuales. Como datos relevantes hemos de indicar que, el mes de julio, fue el mejor de la historia de la bolsa, con más de 82.000 millones de euros contratados y, el 12 de mayo, contabilizó una contratación tres veces superior a todo lo contratado en el año 1985.
- El volumen de contratación lo protagonizan en más del 51% tres valores: dos bancarios, uno de ellos con una operación de adquisición muy importante en el Reino Unido, y uno representativo de las comunicaciones.
- Y en cuanto a la rotación, hemos de indicar que en 2005 fue del 171,2%, doce puntos de la contabilizada en 2004, que ya resultara un record histórico. Tal porcentaje significa que los valores representativos de las empresas cotizadas rotan 1,71 veces al año, más del doble de lo que lo hacían diez años antes.

En cuanto a los mercados internacionales, el comportamiento de la contratación tuvo, igualmente, un carácter expansivo. Nueva York, con más de 10,4 billones de euros, contrataba más de un 22% que el año anterior, y porcentajes entre el 9 y el 23% se acreditaban en las Bolsas europeas.

En cuanto a las rentabilidades, con la excepción de los índices norteamericanos –el Dow Jones bajaba más de medio punto y el tecnológico Nasdaq

subía un modesto 1,4%— todos los europeos subían entre el 13 y el 27%, poniendo de manifiesto la falta de correlación entre el comportamiento actual de la economía y los movimientos en los mercados. Sólo el Nikkei japonés crecía más del 40% en el año.

Por otra parte, prosigue el proceso de racionalización de los mercados de valores en el mundo. La Bolsa de Nueva York, la de mayor volumen de negocio, aspira a entrar en el mercado europeo adquiriendo Euronext, hecho que supone un desafío claro para los planes que tenía Nasdaq con relación a la Bolsa londinense o para los deseos de la de Frankfurt, que también aspiraba a tomar una participación de Euronext. Si tal propósito se logra, el futuro NYSE-Euronext sería un paso adelante hacia un mercado de valores permanentemente abierto en el que podrían negociarse acciones, deuda, materias primas y derivados de los dos continentes, algo que resultará sumamente atractivo para inversores institucionales y para el conjunto de los mercados financieros.

CUADRO 6.
Comportamiento de los Mercados de Valores

BOLSA ESPAÑOLA	
> NEGOCIACIÓN RENTA VARIABLE	854.145 millones de € (+33,0%)
> NEGOCIACIÓN RENTA FIJA	93.331 millones de € (+13,7%)
> NEGOCIACIÓN WARRANTS	2.212 millones de € (+16,1%)
> RATIO PER BOLSA ESPAÑOLA	16,07
> RENTABILIDAD 2005 IBEX-35	18,20%
> RENTABILIDAD 2005 IBGM	20,60%
BOLSAS INTERNACIONALES (RENDA VARIABLE)	
> NEGOCIACIÓN EN NUEVA YORK	10,43 Billones de € (+22,2%)
> NEGOCIACIÓN EN LONDRES	4,58 Billones de € (+9,7%)
> NEGOCIACIÓN EN EURONEXT	2,35 Billones de € (+17,1%)
> NEGOCIACIÓN EN ALEMANIA	1,55 Billones de € (+23,5%)
> NEGOCIACIÓN EN ESPAÑA	0,85 Billones de € (+33,0%)
EVOLUCIÓN RENTABILIDADES 2005	
• DOW JONES	-0,6%
• NASDAQ	1,4%
• NIKKEI	40,2%
• EUROSTOXX-50	21,3%
• DAX-30	27,1%
• CAC-40	23,4%
• FT-100	16,7%
• MIB-30	13,3%

Fuente: Elaboración propia a partir datos de: Revista Bolsa, Madrid, abril 2006; e Informa mensual de coyuntura y mercados de la CNMV. Diciembre de 2005. Madrid, enero 2006 (37).

Esta favorable evolución de nuestro mercado de valores, acreditaba en los tres últimos ejercicios, concitaba expectativas diferentes para el año 2006, y es que no debe olvidarse que las Bolsas son una especie de caja de resonancia del acontecer social y económico del entorno en el que desarrolla su actividad,

que, hasta el mes de mayo, era de una evolución positiva. Pero las tornas están cambiando y afloran expectativas que se habían formulado a comienzo del ejercicio, no precisamente optimistas. Las más alineadas con esta posición esperan que a finales del año, la Bolsa española haya perdido entre el 5 y el 15% de los niveles que tenía a comienzos del 2006, y algunas razones había para ello:

- La decreciente expectativa de crecimiento en el área norteamericana, que aún siendo superior a la europea, se reducía desde el 3,3 al 3% en su PIB. Algo más favorables en Europa, que han realizado correcciones suaves en su crecimiento, especialmente, en Alemania e Italia. El Reino Unido, por su parte, su crecimiento se estima en el 2%, tras haberlo revisado a la baja tras el descenso del consumo privado y el anuncio del posible fin de la burbuja inmobiliaria.
- El crecimiento español se mantiene todavía con una expectativa del 3%, aunque pesan fuerzas contrarias similares a las que apuntábamos para los ingleses. El menor crecimiento del consumo; el fuerte crecimiento del déficit exterior, que necesita de una financiación que excede del 7% del PIB; la fuerte posición del euro y otros factores cualitativos de naturaleza socio-política, no auguran unos resultados parecidos a los que la inercia del sistema había propiciado en los dos años anteriores.
- El proceso de crecimiento de los tipos de interés, ya situados en el 3% y con la casi segura posibilidad que suban medio punto antes de que concluya el año, suponen, igualmente, una amenaza a los mercados de valores, que, en general, evolucionan siempre de manera diferente a como lo hacen los tipos.
- Los resultados empresariales, que tuvieron un buen comportamiento en los años anteriores, muestran unas expectativas bajistas para finales de 2006, con un aumento significativo en sus costes internos, no sólo los derivados del alza del crudo, sino de la repercusión que trasladen las persistentes subidas en los tipos de interés.

En cualquier caso, y a resultas de la evolución que muestren los indicadores de nuestro mercado, hemos de concluir nuestra valoración del ejercicio indicando que con una capitalización bursátil cercana a los 0,9 billones de euros y un volumen de contratación en todas sus plataformas –renta variable, fija, derivados, etc.– de cuatro billones de euros para las operaciones de contado y más de 40 millones de contratos de productos derivados, la Bolsa

española cierra el primer quinquenio del siglo como una de las alternativas más rentables, líquidas y atractivos que pueden obtener los inversores (38). Algunos datos lo avalan y sólo para los tres últimos años:

- Un crecimiento de más del 72% de contratación anual en el sistema electrónico.
- Una contratación diaria de más de 3.300 millones de euros, que sube el 68% en el trienio.
- Más de 17 millones de operaciones.
- Aunque con una caída de la revaloración del Ibex-35, que pasó del 28,17% en 2003 al citado 18,2% en 2005.
- Y un comportamiento muy significativo de su entidad gestora –Bolsa y Mercados Españoles– que sobre unos ingresos de explotación de 234 millones de euros (+33%) y un EBITDA que crece el 65% contabilizados en 2005– se enfrenta a su proceso de salida al mercado con datos muy significativos y atractivos para los inversores que en esta deseen tomar posiciones: Pay-Out del 55%; Rentabilidad sobre fondos propios del 28% e índice de eficiencia del 37%, similares e, incluso, en algún caso, superiores, a los que muestran los mercados más pujantes de nuestro entorno (39).

En el momento de redactar este documento los mercados de valores están experimentando una fuerte perturbación, hasta el punto que está en peligro lo que se había ganado en los cinco primeros meses del año. Ventas masivas de carteras aplicadas en grandes valores vienen siendo persistentes en estas jornadas, ventas que obedecen, como es habitual en Bolsa, a la aparición de expectativas económicas desfavorables que tienen su origen en la evolución de los indicadores macroeconómicos norteamericanos y a la confirmación de la continuidad en los movimientos alcistas del crudo, la consolidación de índice de precios al consumo muy por encima de la senda que se había fijado por las autoridades bancarias europeas, y, derivado de ello, amenazas de nuevas subidas en los tipos de interés, hechos todos, que, como hemos sostenido, influyen de manera negativa sobre los mercados bursátiles. Y, al tiempo, amenazas de algunas OPVs, que inciden temporalmente con elevación de precios de títulos en sectores tales como el financiero, eléctrico o la construcción, aunque su efecto medio será efímero cuando las cotizaciones alcancen su valor de equilibrio.

3.2.4. Depósito y Financiación

El volumen de activos que manejan –más de 1,9 billones de euros– y el papel desempeñado en el conjunto del sistema financiero requiere un comentario detallado. Empezaremos por analizar el comportamiento financiero de alguna de las instituciones cuyos recursos son intermediados por el sistema bancario: las economías domésticas. En el último quinquenio, y con datos del Banco de España, la tasa de ahorro de los hogares se ha reducido del 12 al 10% de la renta bruta disponible, dejando de ser una fuente de financiación de nuestra economía. Pero ello viene acompañado, además, de otras variantes:

- La caída de los depósitos bancarios. Si en 1985 representaban el 65% del ahorro, los datos del ejercicio pasado los sitúan en tan sólo el 40%. Y aunque este porcentaje es muy superior al que se contabiliza en los seis países mayores de la Unión –que no exceden del 28%– este cambio ha debido pesar sobre la estrategia puesta en marcha por estas entidades.
- Alternativamente, el incremento de la inversión en activos de los mercados de valores y en entidades de inversión colectiva, planes de pensiones y contratos de seguros.
- Incremento de la inversión en activos inmobiliarios, bien con recursos propios o a través de endeudamiento. Buena prueba de ello es el aumento de modalidades de préstamo hipotecario, en el que a finales del pasado año, presentábamos hasta 82, casi el nivel de uno de los países con mayor tradición, el Reino Unido, que cuenta con 100 (40).
- La inversión en los mercados de valores, en los que estaba presente casi un 12% del ahorro familiar en 1985, casi se duplicaba en 2004, popularizando y generalizando el acceso a dichos mercados.
- La inversión colectiva, en la práctica inexistente hasta finales de los ochenta, acapara casi el 20% del ahorro, tres cuartas partes del mismo en Fondos y Sociedades de Inversión, y, el resto, en Planes de Pensiones.
- La renta fija, un refugio para los inversores más conservadores experimentó un giro contrario, reduciendo su protagonismo a la tercera parte de lo que acreditaba en 1985.

- Los productos de aseguramiento también tuvieron un incremento espectacular. Bien por iniciativa propia o motivado por las instituciones financieras que, en su oferta de servicios de préstamo, combinaban ofertas alternativas y competitivas de estos productos.
- Con todo ello, y a pesar de estos cambios, el ahorrador español está todavía lejos de los hábitos inversores tanto en los países europeos con mayor tradición financiera como en los Estados Unidos: aplicamos todavía más en los depósitos bancarios; igualmente, en Fondos y Sociedades de Inversión, aunque la mitad de lo que hacen los europeos en Planes de Pensiones, y casi cinco veces menos que hacen los norteamericanos, que cuentan con sistemas públicos de protección bien diferentes al nuestro. Nuestra distancia es mucho mayor en la Renta Variable, en la que duplicamos a los europeos pero estamos a un 40% de distancia de los norteamericanos, que, por el contrario, destinan una parte menor de su ahorro a los productos asegurados (41).

Con todo ello, la situación final de las principales magnitudes del sistema de Bancos y Cajas es la que recoge el cuadro 7, datos que ponen de manifiesto algunos hechos relevantes:

- El todavía predominio del sector bancario en términos de Activos, si bien las Cajas, desde la pasada década viene acercando sus cifras globales superando en depósitos a los contabilizados por los Bancos.
- Sus Recursos Propios, igualmente, son mayores porcentualmente a los que muestran los Bancos, así como tanto el beneficio antes de impuestos como el beneficio atribuible. Algo que requeriría una explicación adicional, pues las cifras agregadas muestran resultados globales diferentes, pero la comparación entre las principales instituciones, de uno y otro segmento del mercado, haría aparecer cifras más equilibradas.
- La comparación del ratio de eficiencia es más favorable en los Bancos, que se adelantaron en su proceso de modernización y racionalización de estructuras y costes. Y, como decíamos en el apartado anterior, el ratio señalado no recoge la situación en alguna de las entidades, que ni siquiera alcanza el 40% en la relación costes operativos/margen ordinario, expresión de su buena situación, incluso, entre las entidades primeras en la clasificación de The Banker.

CUADRO 7.
Parámetros Básicos de Bancos y Cajas a 31.12.2005

Concepto	Bancos	Cajas
Activos	1.028.821	871.853
Recursos Propios	66.445	48.147
BAI	7.621	8.223
Beneficio Atribuible	3.880	6.368
Ratio de Eficiencia	49,47%	50,68%

Los activos están expresados en billones de Euros. Los Recursos Propios, BAI y Beneficio Atribuible, en millones de euros.

Fuentes: Elaboración propia a partir datos de la Asociación Española de Banca Privada (AEB: Suma de Balances y Pérdidas de Ganancias de Bancos). Madrid, marzo 2006.

"Estados financieros consolidados de las Cajas de Ahorros". Confederación Española de Cajas de Ahorros. Abril 2006 (42).

Pero, trascendiendo las cifras ofrecidas, hemos de señalar que Bancos, Cajas y Cooperativas de Crédito han venido sufriendo un proceso de continuas transformaciones desde mediados de los años ochenta, fecha en la que comienza la generación de una serie de medidas innovadoras que afectaban a varias de las instituciones del entonces Sistema Financiero Español, en especial, a las mencionadas. Se iniciaba un proceso de cambios radicales en el que el cliente de estas entidades pasaba de la tenencia de 3/4 productos bancarios por unidad familiar a alcanzar los 12-15, no de una sola entidad, sino de otras 2-3 firmas diferentes, y a utilizar de forma progresiva la relación personal con su sucursal sino, también, medios electrónicos o de pago que aumentaban la eficiencia tanto para la entidad como para el usuario.

Tal proceso venía caracterizado, además, por varios hechos:

- Ante el proceso que se avecinaba de *caída en los tipos de interés*, la cascada de la cuenta de resultados ponía de manifiesto como la reducción de los márgenes de intermediación bancaria se compensaba con mayores ingresos por comisiones y servicios. El comienzo de los años 2000 se puede abocar a un cambio de signo en el sentido de la eliminación total o parcial de suplidos por comisiones para aquellos clientes que superen determinados umbrales de fidelidad.
- La *especialización* en determinadas operaciones, tanto de banca minorista como banca corporativa, ha posibilitado una oferta de productos y servicios con márgenes muy estrechos, e, incluso, con fracciones de punto por debajo de los tipos de interés de referencia, aunque, eso sí, siempre y cuando la relación global de cliente y entidad fuere satisfactoria para esta. Si en el futuro se generaliza la "portabilidad" de los números de cuentas bancarias –como ocurre en los servicios de teleco-

municación— aumentará la penetración de ganancia de cuota de mercado de entidades especializadas que verdaderamente generará valor a la clientela.

- La *rentabilidad del cliente* ha pasado a considerarse de forma global. Ya no se limita al beneficio inmediato de cada operación, sino al rendimiento que, para cliente y entidad, deja el conjunto de ellas, que, en muchas ocasiones no es un préstamo o crédito, sino intereses y comisiones generados por otros productos tales como hipotecas, seguros combinados, fondos de inversión o planes de pensiones.
- La utilización de nuevas modalidades de *marketing relacional*, no sólo a través de agentes financieros que utilizan la relación personal con el cliente, sino mediante el uso de canales nuevos, web financieras y marketing personalizado, complementado todo ello con la comercialización tanto de sus productos propios como otros diseñados por entidades ajenas, en los que se aprovechan tanto los portales de Internet como la posesión de grandes bases de clientes.
- La *dispensación de servicios* tanto en horario tradicional como, en la práctica, durante todo el día, a través de los nuevos canales: cajeros automáticos y “call centres”, llegando en fecha reciente a superar el número de operaciones en las transacciones multicanal que aquellas que se realizan en la sucursal tradicional. Y aunque todavía un alto porcentaje de las ventas de nuevos productos requiere la presencia en esta, el paso del tiempo reducirá considerablemente este trámite.
- Ha continuado el proceso de *racionalización de costes*. Si en los años ochenta y noventa un buen número de entidades presentaba ratios de eficiencia por encima del 60%, hoy nos encontramos con Bancos y Cajas que están por debajo del 40%, hecho que acredita una posición ventajosa competitiva en aquellas que han conseguido alcanzarlo.
- Hay un grupo de entidades punteras con *ofertas de información y servicios* complementarios “on-line”: servicios al hogar; simuladores de ahorro; buscadores de servicios competitivos; asesoramiento fiscal y financiero; ofertas inmobiliarias; servicios de asistencia jurídica; seguros de todo tipo, etc. bien de forma estándar o “a medida de sus clientes”. En definitiva, el tránsito de una oferta centrada en productos y servicios financieros a otra más amplia con soluciones totales y herramientas de gran efectividad.

- Y, finalmente, estamos ante la expectativa de los denominados “*agregadores financieros*”, introducidos en 1999, en lo que al ofrecer este servicio, un cliente puede obtener un extracto único y detallado de todas sus cuentas, posibilitando la realización desde un “punto central” todas sus operaciones, aunque no sean de la entidad que se lo ofrece. Existen experiencias aún tímidas, tanto en Alemania, que las ha impulsado, como en España, pero, con el tiempo, podrían confirmar la utilidad de este servicio (43).
- El alto volumen de la *actividad hipotecaria* ha sido objeto de especial atención por parte de los reguladores. El Banco de España no cesa en sus llamadas de atención ante figuras de préstamo a muy largo plazo que, en no pocas ocasiones, incumplen la normativa de valoración recogida en la disposición correspondiente (OM ECO 805/2003), que establece que la concesión ha de basarse en principios claros de transparencia, prudencia, proporcionalidad, probabilidad y temporalidad. Y, aún más, que los Departamentos de Riesgos de las entidades deberían participar eficazmente en la definición, diseño y desarrollo de nuevos productos, así como en la identificación del cliente objetivo y en el estudio de la procedencia de la operación (44).
- Por otra parte, es cada día más notorio el proceso de franquiciado financiero realizado por entidades que ofrecen una amplia gama de servicios –venta de productos de las entidades; servicios de asesoramiento para la búsqueda del mejor producto; intermediación en la comercialización de productos hipotecarios; agrupación de préstamos; financiación hipotecaria o productos especiales para profesionales del sector inmobiliario, etc.–. Tales entidades actúan de forma dual: o “colgadas” de entidades financieras conocidas o de forma independiente. A comienzos de 2006 había hasta 25 referencias con más de 5.000 agencias operando, en un proceso, en que entre otras cuestiones, servirá para mejorar la eficiencia a través de la reducción de costes fijos derivados del mantenimiento de una pesada red de distribución, y trasladándolos a coste variable, puesto que los servicios franquiciados se facturan en forma de suplididos por comisiones proporcionales a la prestación proporcionada (45).
- El auge de los medios de pago, en especial, las *tarjetas de débito y crédito* merecen una mención especial. En 2005, España contaba con 62 millones de tarjetas y una red de 55.400 Cajeros y más de 1,1 millones de terminales de punto de venta. Y aunque ha sido creciente el uso de

tales medios, aún estamos a un nivel de 22 y 17 transacciones por habitante en cajeros y terminales, respectivamente, frente a 40 y 33 en los países más avanzados de Europa (Finlandia, Reino Unido, Alemania y Suecia). Era necesario superar el temor a la utilización, algo que ya está consiguiéndose tanto por la posesión de una mayor cultura financiera por parte del usuario como de un menor temor al endeudamiento. El futuro de su uso masivo vendrá impuesto por la posibilidad de ser utilizadas para pequeños pagos “pay-pass” y las operaciones “revolving” que difieren estos a fechas posteriores a la transacción y contemplan la posibilidad de la renegociación de los plazos de amortización, ya han sido puestas en marcha en algunas actividades comerciales. La incorporación a las tarjetas de nuevos servicios de valor añadido y la instalación de mejores mecanismos de seguridad hará posible una expansión más acelerada². No debe olvidarse, por otra parte, que el coste de una transacción con Tarjeta es entre 30-50% menor que el una transacción con papel. Y esto beneficiará tanto a la entidad como al usuario, al que se le repercutirán menores costes (46).

- Queda un problema latente en el entorno de las *tarjetas*. La necesidad de un proceso de racionalización de las comisiones por el uso. Existe un acuerdo en virtud del cual las gestoras de las mismas deben reducir los honorarios medios desde el 2,31% al 1,1% del importe de las transacciones antes de 2008. Esta medida y la introducción de alicientes para ofrecer un mayor número de tarjetas por cliente y a estimular su utilización por estos, orientando el uso más en los puntos de venta que en los dispensadores de efectivo, así como a su compatibilización con las Tarjetas de Débito, posibilitará la reducción al mínimo del uso de cheques, talones y efectivo en los pagos tanto de las economías familiares como los realizados en entornos corporativos. En los países maduros, el Reino Unido por ejemplo, las Tarjetas de Débito están imponiéndose sobre las de Crédito, algo de lo que todavía estamos muy lejos (47).
- El creciente *proceso de cobertura de los gastos generales a través de*

² Una de las más importantes entidades financieras acaba de poner en funcionamiento un sistema singular de protección a sus clientes de línea abierta, cajeros y tarjetas de crédito. Su uso será gratuito y, consecuencia de este, el cliente será compensado por los importes de cualquier operación fraudulenta realizada dos días antes del bloqueo de la tarjeta, incluyendo los reintegros en los cajeros. Igualmente, activará un sistema de alertas al teléfono móvil del cliente inmediatamente después de cualquier transacción realizada con su tarjeta, sistema ya puesto en marcha en otras firmas bancarias.

las comisiones ha sido motivo de preocupación en las entidades. Un estudio realizado con datos del Banco de España, reflejaba que en el cuatrienio 2001-2004, los tres Bancos y las dos Cajas mayores, cubrían entre el 47 y el 75% de estos (48). ¿Subsistirá este modelo?. Como decíamos, las entidades financieras tenderán a racionalizar los devengos que ahuyentaban a muchos de sus clientes, por lo que los más arriesgados optaron por minimizarlas. Entendemos que el peso de las comisiones descenderá, aunque de ahí al anuncio del futuro de una “banca gratuita” es una entelequia, pues tan logro no satisfaría a la larga ni al cliente ni a la entidad.

- Con relación al proceso de *asimilación de tecnología*, hemos de indicar que las entidades financieras españolas han sido de las primeras del mundo en realizar transacciones públicas “on-line” y, además, con tecnología nacional. Desde los años noventa, vienen absorbiéndose con normalidad las nuevas tecnologías, que, por otra parte, favorecerán los procesos de deslocalización, procesos que harán posible que las entidades más avanzadas puedan realizar actividades de mayor valor añadido cediendo a empresas, nacionales o extranjeras, servicios que pueden realizarse a costes más reducidos en otros entornos (49).
- Ante las contradicciones que han surgido en la banca por Internet, la experiencia aconseja una utilización dual de medios con los clientes: la oficina tradicional y la virtual. ¿Qué razones han aconsejado esta estrategia?. En primer lugar, una amplia base de clientes desea una relación personal con la entidad. Razones de rechazo a los medios informáticos están en el centro de este comportamiento, en especial de los clientes de mayor edad. Otros, por el contrario, y es el caso de Multinacionales, PYMEs y grandes inversores prefieren aquel medio para sus transacciones regulares de Tesorería y Mercado de Capitales, con lo que una recomendación práctica sería poder desviar de las sucursales hasta un 40% de los procesos que protagonizan estos grupos, limitando la actividad tradicional al 60% restante, lo que haría reducir los costes de aquellas. No debe olvidarse por otra parte, que la plena integración bancaria europea cuenta con un escollo importante en España con la barrera de la red de sucursales (50). El uso de Internet facilitaría el camino a la penetración de las entidades extranjeras, algo que sería bueno para mejorar la competitividad del sistema.
- El incremento de las actividades de factoring, como servicio de gestión de cobro para todo tipo de empresas, incluidas las entidades financieras, será, igualmente, una línea de colaboración para éstas, que trasladan también a costes variables una parte de las cuantiosas cargas de

recuperación de los morosos, cargas que se incrementan en los períodos de crisis económica. Hasta tal punto llega la utilización de esta vía que, en el año 2005, la actividad de factoring generaba más de 55.500 millones de euros, del orden del 6,2% del PIB. Tal externalización de cobros y pagos, además de un servicio a la empresa que lo utiliza, sirve para trasladar el riesgo a la entidad intermediaria y no al emisor de la factura (51).

- Con todo ello, el negocio evoluciona con buena salud cuando llegamos al año 2006, aunque, también, con algunas incertidumbres. Como puso de manifiesto la representación del Banco de España en el XIII Encuentro del Sector Financiero (52), el sistema tiene un alto coeficiente de solvencia –12% frente al 8% requerido–; una buena rentabilidad sobre fondos propios y sobre activos, así como un carácter recurrente de sus beneficios. Las nuevas normas de valoración de activos y pasivos, que han incidido sobre los resultados, no han evitado que la ROE del conjunto superara el 14% en 2005. Y, por otra parte, el regulador advierte de la mayor responsabilidad de los administradores por la mejora de la calidad y veracidad de la información financiera. Pero, aún con todo ello, permanecen latentes algunos problemas, entre los que se destacan: el exceso de aplicación al negocio hipotecario residente con crecimientos superiores al 20% el pasado ejercicio y a la práctica de concesión de créditos sin las debidas garantías, bien por el exceso en los plazos –más de treinta años– o el diferimiento de capitales e intereses en los primeros años de la vida de los préstamos, hechos que podrían abocar al cobro tras el fallecimiento de los prestatarios.
- Cuando las familias han evolucionado de un endeudamiento sobre la renta disponible del 43% en 1995 hasta el 110% a comienzos de 2006, la avidez de las instituciones por captar recursos de los ahorradores ha estimulado la vuelta a las campañas de captación de depósitos aún a costa de elevar los tipos de retribución, que por las redes reales o virtuales se alcanzan hasta el 4% a un año y entre 2,5-3,5% para plazos superiores a los dos años. Independientemente que tal práctica supone un retroceso en el proceso de desintermediación bancaria, sus efectos se trasladarán a los tipos en los nuevos préstamos, consecuencia directa de la captación de pasivos a mayor coste, a los que se unirán las subidas derivadas de la repercusión que la evolución de los precios al consumo traslada de forma automática a los tipos de interés de referencia. Y como el Tesoro Público también requiere de financiación, se elevarán los tipos de las subastas de sus activos, con la penalización para los Presupuestos del Estado, que verá así incrementada las cargas financieras de la Deuda Pública.

Aún con este panorama, las entidades financieras españolas siguen estando en el punto de mira de instituciones extranjeras que desean penetrar en nuestro país, no descartando alguna operación corporativa a plazo medio. Juegan a favor de estas posibles iniciativas el escenario de subida de tipos, que favorece una mejor cuenta de resultados en las entidades; un PER atractivo, entre 13-14 en los mejores Bancos; la rentabilidad por dividendo que viene generando, así como su propia política de expansión. Pero también existen argumentos en contra, básicamente, el protagonismo en el sector inmobiliario de su cartera de préstamos; las participaciones industriales en algunos países suramericanos y algunas contradicciones entre los reguladores foráneos y los de la Unión, ya constatado en operaciones en otros países como Italia y Francia. El tiempo que se avecina nos mostrará, con casi total seguridad, alguna gran operación societaria entre instituciones financieras españolas y extranjeras.

3.2.5. Entidades de Inversión Colectiva y Seguros

Las primeras de ellas, las de *inversión colectiva*, han tenido una fuerte evolución desde finales de la década de los ochenta, fecha en que se regula sobre nuevas bases esta modalidad inversora. Sociedades y Fondos de Inversión fueron objeto de una nueva regulación en 2003 y 2005 con la aprobación de la nueva Ley y Reglamento de Inversión Colectiva (53). La evolución de los volúmenes aplicados y algunos problemas de funcionamiento impulsaron al legislador a adaptarlas a las prácticas habituales en los mercados financieros más desarrollados.

Las cifras más representativas en el período 2000-2005, bajo el epígrafe Inversión Institucional se recogen en el Cuadro 8.

CUADRO 8.
Inversión Institucional en España

Modalidad	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Fondos de Inversión	183.125	177.871	170.820	198.057	219.571	245.887
SIM y SIMCAV	15.439	19.346	17.914	20.868	25.103	27.754
Fondos de Pensiones	37.860	43.829	48.143	55.765	62.806	72.629
TOTAL	236.424	241.046	236.877	274.690	307.480	346.270
Incr. s/año anterior (%)	-5,8	-1,95	-1,73	15,96	11,94	12,62

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco y Revista Bolsa (54) (Las cifras en millones de euros).

En el período considerado, la inversión total crecía más de un 46%, si bien con un diferente comportamiento en cada una de las instituciones. Los *Fondos de Inversión*, con un descenso, aunque no muy significativo en su cuantía, sí

en su significado financiero, puesto que el bienio 2001-2002 los resultados en nuestros mercados de valores se comportaron negativamente. No fue hasta 2003 cuando comienza la recuperación de las aplicaciones de los inversores. Como información complementaria podemos destacar:

- Si bien su *patrimonio* crecía un 12% en 2005, su distribución entre Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Dinero fue desigual. Mientras que los primeros, que absorben más del 77% del patrimonio total, aumentaban el 17,44%, las aplicaciones a los Fondos Monetarios bajaban cerca de un 4%. El proceso de reducción en los tipos de interés hacía poco atractiva esta modalidad.
- El *número de partícipes*, también en el último año, se situaba próximo a los 8,5 millones de personas, e, igualmente, con una preferencia hacia los Mobiliarios, que subieron casi un 7%, mientras que los que se inclinaban por los Fondos de Dinero permanecían casi estables.
- En España se contabilizaban 2.654 *entidades*, más de un 90% de las cuales tenían su vocación en la primera modalidad inversora.
- Como datos reveladores, el *patrimonio medio por partícipe* en España se situaba en 29.005 euros, por encima, incluso, del contabilizado en Estados Unidos en el año 2003, en el entorno de los 22.800 euros. Igualmente, el patrimonio en función del número de instituciones, presentaba una cifra similar, del orden de 926 millones de euros, frente a los 912 de los norteamericanos.

Un fenómeno parecido se presentaba en las *Sociedades de Inversión Mobiliaria*, de capital fijo o variable, aunque sólo observado en el año 2002, pues a partir de dicha fecha se recuperaba, si bien con cifras muy inferiores a los Fondos, en los que son protagonistas ahorradores de tipo medio o modesto.

Con relación a los *Fondos de Inversión de tipo inmobiliario*, la situación española no ha tenido, en contra de lo que se demuestra en otros países europeos (Reino Unido, Francia, Alemania, Italia y Holanda) una evolución satisfactoria. Su utilidad como inversión y como vía de fomento del aumento del parque de vivienda residencial o centro corporativo en alquiler, no ha podido acreditarse. Nuestras autoridades los regularon mucho después que en aquellos países; no se explicitaron de forma clara las disposiciones fiscales que habían de aplicarse y otros factores de tipo socio-cultural en el inversor español, no los hicieron acreedores de su atención. A pesar de ello, la implantación de las nuevas modalidades tipo REIT (Real Estate Investment Trust) y la continuidad del proceso de modernización de nuestros mercados financieros

harán que surjan oportunidades para estos Fondos, que tanto pueden contribuir, si nos fijamos en el mercado de alquiler de vivienda, a la movilidad geográfica de los trabajadores y a contar con un medio adicional de diversificar la riqueza de los hogares españoles (55).

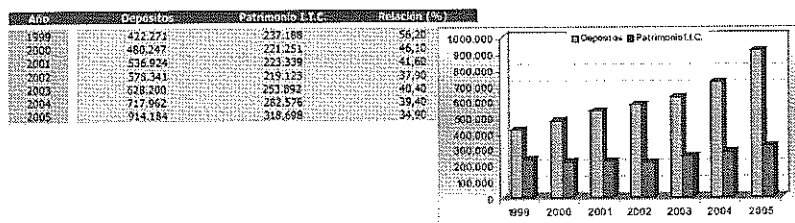
En los *Fondos de Pensiones*, la evolución se mostró siempre creciente y, a pesar de su necesidad como cobertura de las pensiones futuras, las aplicaciones de los inversores apenas representan un 30% de lo que se destina a los Fondos de Inversión. El detalle de esta fórmula revelaba:

- El *patrimonio* crecía en 2005 más de un 15%, hasta situarse en los 72.629 millones de euros, cifra que consideramos escasa dada la naturaleza de la figura y la incertidumbre que pesa sobre los potenciales beneficiarios de los sistemas públicos de protección en España, que, con total seguridad, verán reducidas las prestaciones a medida que profundice su desequilibrio financiero.
- El 60% del *patrimonio* se destina a los Planes de Pensiones de tipo individual, que creció en el año cerca del 18%. Los Planes de empresa, lo hicieron en menor proporción, un 12,6%, aunque absorben el 38% del patrimonio total. Sin embargo, los Planes asociados, que tanta utilidad ofrecen para personas vinculadas a corporaciones e instituciones privadas, aún con un fuerte crecimiento en el año, por encima del 16%, no representan siquiera el 2% del patrimonio total.
- El *número de partícipes* es muy significativo. Más de 9,25 millones de personas tienen suscritos Planes de Pensiones, evolucionando en 2005 con más del 7,6% respecto al año anterior. El 80% de ellos están vinculados a los Planes de la modalidad individual.
- El *patrimonio por partícipe* el pasado año se situaba en 7.851 euros, demostrativo del escaso nivel de ahorro destinado a este tipo de protección futura.
- Y, finalmente, la *rentabilidad*, que tuvo un comportamiento escasamente atractivo en el período 2001-2004, se elevaba al 7,22% en el horizonte de un año. La sensación del inversor es que la rentabilidad, a pesar del dato del último año, es escasa en términos estrictamente financieros. Sólo las ventajas fiscales, al menos, las mantenidas hasta ahora, podrían hacer atractiva la figura. Los cambios que se avecinan, al limitar las aportaciones y modificar el gravamen en los sistemas de rescate, podrían influir en la migración de este tipo de ahorro hacia otras figuras inversoras.

El cambio de hábito de los españoles en la última década ha venido condicionado, en parte, por la aparición y el protagonismo de las instituciones de inversión colectiva. Y si bien cuando terminaba la década de los noventa, el patrimonio de éstas superaba el 56% de los depósitos en entidades financieras, el seguimiento de las cifras comparativas hasta el año 2005; como pone de manifiesto el Cuadro 9, revela, que con la excepción del año 2003, las aplicaciones a Fondos de Inversión y Planes de Pensiones fueron reduciéndose hasta representar, a finales del pasado año, menos de 35% del montante de los depósitos. Si las entidades financieras tenían el temor que los ahorradores preferirían las aplicaciones a Fondos y Planes a los depósitos a la vista, la realidad demuestra que la relación entre aquellos y estos no ha hecho más que decrecer, y todo ello, en un entorno en el que las entidades financieras han sido promotoras de sus propias instituciones de inversión colectiva, en las que por la vía de la gestión y las comisiones, su existencia les ha proporcionado similares utilidades a las que habrían percibido por la tenencia de los depósitos.

CUADRO 9.

Relación entre el Patrimonio de las Entidades de Inversión Colectiva y Depósitos Bancarios en el Período 1999-2005



Fuente: Elaboración propia a partir de los siguientes datos: Los depósitos de las entidades de crédito, del Boletín Estadístico del Banco de España.

El Patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva –Fondos de inversión y Pensiones– se han obtenido de INVERCO para el final de 2005. Madrid, enero 2006.

Las cifras, en miles de millones de euros.

En las cifras anteriores correspondientes a las Instituciones de Inversión Colectiva, no se ha incluido el correspondiente a las Sociedades de Inversión Mobiliaria y a las de Capital Variable. Si se hubiere contabilizado, los datos de 2000 a 2005 habrían sido: 236.424; 241.046; 236.877; 274.690; 307.480 y 346.270 millones de euros, que habrían alterado la relación a: 49,2; 44,9; 41,0; 43,7; 42,8 y 37,9%, respectivamente ("Suma de máximos en los mercados de valores". Revista "Bolsa". Madrid, enero-febrero 2006. Página 23) (56).

En todo caso, en España tienen un amplio recorrido las instituciones de inversión colectiva. Con datos suministrados por la Asociación de Entidades de Inversión Colectiva (INVERCO) y la internacional IIFA (57), el patrimonio de las mismas en el año 2005 se aproximaba a los 15 billones de euros, con un crecimiento próximo al 22% en dicho año. Algo más de 5 billones

correspondían al continente europeo, aunque España participaba con poco más de 0,3 billones, frente a países como Luxemburgo, Francia, Reino Unido, Irlanda e Italia, que se sitúan por encima de nosotros. Y aunque la apetencia del inversor por estas figuras viene muy condicionada, como ya se ha indicado, tanto por las expectativas de protección de los sistemas públicos de pensiones y el tratamiento fiscal de los recursos que a estas se encaminan, la realidad vendrá a demostrarnos, como después veremos, que aún con estos condicionamientos, la evolución, en especial, en Fondos de Pensiones, mantendrá el ritmo de crecimiento del último quinquenio.

Finalmente, y por lo que respecta al *sector asegurador*, indicar que el pasado año concluyó con un volumen de primas próximo a los 49.000 millones de euros, con un importante crecimiento (+7,7%) respecto al año anterior. De estas, casi un 58% correspondían a seguros generales, que crecían, igualmente, por encima del 7%. El resto de seguros –planes de previsión asegurados, seguros de jubilación, de riesgo y otros de ahorro– absorbían el 42% restante, con un mayor crecimiento, del 8,2% en el año (58).

La actividad de seguro tiene, igualmente, un amplio potencial de mejora en España. Solamente en la modalidad de vida, en 2005 había más de 28 millones de personas con este tipo de protección, que crecía más del 6% en el año. Y con un importante significado económico: las entidades gestionaban más de 124.000 millones de euros en productos de esta naturaleza. Las primas, por su parte no representan más que el 5,4% de nuestro PIB, cuando la media europea está próxima al 9%. Aunque en los últimos años se ha puesto de manifiesto un cierto progreso en la actividad aseguradora, todavía, como decimos, tenemos un buen potencial por delante. La patronal aseguradora viene dando una serie de pasos en defensa de esta estrategia. Uno de los más importantes es la elaboración de códigos tanto de gobierno interno –al igual que otras entidades empresariales– como de control interno, transparencia y publicidad. La culminación de ellos hará que el lenguaje utilizado en la presentación de los productos, los sistemas de información y las campañas de sensibilización favorezcan un mayor acercamiento a la clientela, tareas que servirán para superar algunas de las barreras que todavía se observan en estas actividades.

3.2.6. *Instrumentos Financieros Derivados*

El mercado español de instrumentos derivados es otro de los integrantes de los financieros que ha anotado una mayor evolución. La novedad de su

introducción en España; las posibilidades que ofrece tanto como medio inversor, o para satisfacer las necesidades de cobertura, o, sencillamente, de especulación, de algunos actores, le han dotado de una agilidad y dinamismo cuyos efectos comprobaremos en el Cuadro 10, que a continuación presentamos:

CUADRO 10.

Evolución de los Contratos de Futuros y Opciones sobre Renta Variable

Años	FUTUROS			OPCIONES		Total
	IBEX	MINI	Acciones	IBEX	Acciones	
2000	4,2			7,7	16,6	28,5
2001	4,3	n.s.	8,8	6,0	22,6	41,7
2002	3,9	0,7	12,7	5,4	18,7	41,4
2003	3,6	1,1	12,5	3,0	11,4	31,6
2004	4,3	1,2	12,1	2,9	8,2	28,7
2005	4,9	1,2	18,8	4,4	10,9	40,2

Fuente: Elaboración propia a partir datos Bolsa de Madrid (59)
 Datos en millones de contratos.

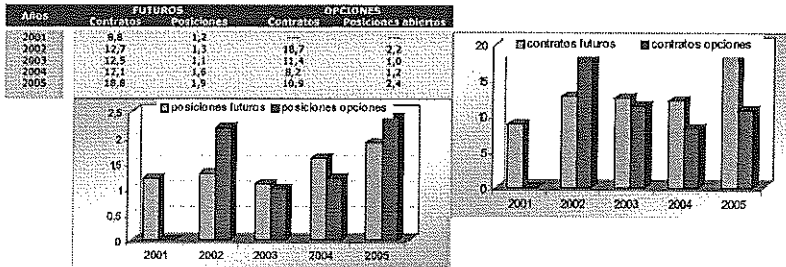
Como puede apreciarse, una evolución significativa en el total de los instrumentos negociados, aunque de distinto tenor para algunas modalidades. Los *futuros* sobre el IBEX-35, estabilizados, en la práctica, en el entorno de 4-5 millones de contratos; los “minis”, sobre el mismo índice, que se iniciaran en 2001 con una cifra irrelevante, alcanzan y se estabilizan en el entorno de 1,2 millones de contratos. Sin embargo, en el caso de inversión sobre el subyacente acciones, la progresión es evidente, en especial en el año 2005.

La contratación de *opciones* sobre el IBEX-35 ha seguido una senda decreciente desde los más de 7,6 millones de contratos del año 2000. Y, algo parecido, las realizadas sobre acciones, que, hasta ahora, no han alcanzado el máximo anotado en el año 2002. El crecimiento desde el año 2004 ha permitido acercarse de manera significativa. Y es que los problemas en los mercados de valores en el período 2001-2003 pesó excesivamente en el comportamiento de estos mercados. Sólo los futuros sobre acciones parecen tener una senda más clara de crecimiento.

Quizás sea interesante observar el comportamiento de los *derivados sobre acciones*. Así como los futuros, tal y como acabamos de indicar, ofrecen mayor claridad en su evolución, las acciones, a pesar de la recuperación en 2005, han seguido una senda regresiva. Veamos el Cuadro 11.

En ambos casos, las *posiciones abiertas* que, de alguna forma, revelan el dinamismo de los mercados, han tenido un comportamiento creciente tanto en

CUADRO 11.
Futuros y opciones sobre Acciones Individuales



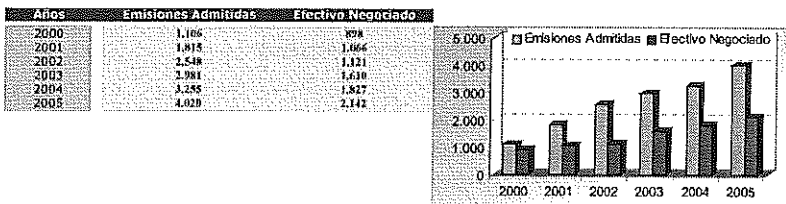
Fuente: Elaboración propia a partir datos Bolsa de Madrid (60).
Los datos, en millones de contratos.

futuro como en opciones, especialmente, tras el año 2003, y ya confirmadas para los primeros meses del presente ejercicio.

Con relación a los *futuros*, hemos de hacer constar que la contratación se circunscribe a tan sólo 12 títulos del mercado español, de los cuales tres de ellos –Telefónica, SCH y BBVA– protagonizan el 85% de la contratación y el 75% de las posiciones abiertas. Algo parecido sucede con las *opciones sobre acciones*. La negociación se polariza en torno a un número mayor de títulos, veinte, aunque repartiendo la contratación en un 78% en cuatro de ellos, los tres anteriores más la petrolera Repsol-Ypf.

Los *warrants*, figura conocida desde principios del siglo pasado, aunque referidos a bienes de la economía real o asociados a ciertas operaciones financieras, hoy gozan de un gran predicamento como instrumentos, que, como los derivados en general, contribuyen a mejorar la eficiencia de los mercados. Estos productos, igualmente, han tenido una evolución progresiva en estos años. El Cuadro 12 muestra sus principales magnitudes:

CUADRO 12.
Emisiones y Efectivo de Warrants



Fuente: Elaboración propia a partir datos Bolsa de Madrid (61).
El efectivo negociado, en millones de euros.

Este mercado, el más joven de los de derivados financieros, está en continua evolución. En estos seis años, casi ha cuadruplicado el número de emisiones admitidas a contratación, y su efectivo negociado supera los 2.140 millones de euros. Sus *ventajas* son notorias, entre las que destacan:

- La posibilidad de asegurar un precio para nuestros activos subyacentes, en fecha determinada, mediante el pago de una prima de importe reducido.
- Facilitan nuestras posiciones tanto en subidas como en bajadas en los mercados.
- Permiten diversificar nuestra cartera de inversiones sobre instrumentos emitidos en el ámbito doméstico o internacional: acciones, tipos de cambio, tipos de interés, índices bursátiles, o, simplemente, un activo físico.
- Se utilizan, como el resto de los derivados, como inversión; como instrumento de cobertura que permite eliminar o reducir el riesgo asociado a una inversión, o, sencillamente, como vía de especulación. También, para el diseño de Fondos Garantizados o la adopción de las estrategias denominadas de “cash extraction”, que posibilita la absorción de liquidez del mercado mediante la conmutación de la inversión en un activo por otra equivalente en warrants.
- No requieren un elevado volumen de inversión inicial, aunque tienen, eso sí, un elevado apalancamiento, hecho que debe considerarse de manera especial por los inversores con aversión al riesgo.
- Por su negociación en mercados organizados, hacen posible una elevada liquidez así como información continua de los movimientos en precios. En definitiva, estamos hablando de un derivado, o sea, de un instrumento financiero cuyo precio viene determinado por la cotización de otro o de un índice... posibilitando el uso de una amplia gama de aquellos, con diferentes vencimientos, variables normalizadas y nítida descripción de sus propiedades financieras (62).

En definitiva, una figura que seguirá en un proceso expansivo en la situación actual en que se encuentran los mercados. Los avances logrados en 2005, por la presencia de nuevos miembros liquidadores y negociadores; los procesos técnicos puestos en marcha, y, de manera singular, la salida de productos financieros más adaptados a la demanda, unido todo ello a un incremento en

la volatilidad –que había caído en los años 2003 y 2004–, confirman esta opinión positiva.

La expansión de nuevos productos, como los *Hedge Funds*, contribuirá a animar estos mercados. Aunque comercializados de forma incipiente en España, no ha sido hasta este año, y tras la aprobación de las disposiciones de desarrollo de las instituciones de inversión colectiva, cuando se otorga carta de naturaleza a un producto en el que muchos inversores tienen puesto su objetivo. Los *Hedge Funds* no son otra cosa que Fondos de Cobertura o de Gestión Alternativa, que cuentan con una característica esencial: la libertad de elección del activo y el mercado en que se desea aplicar los recursos. Otras especificidades del producto son:

- La utilización de una estrategia de inversión y gestión de riesgo muy dinámica, flexible y especializada, orientada más a la consecución de rentabilidad absoluta y no relativa, que es la habitual en otros productos financieros.
- Se polarizan en ciertos índices de mercado: IBEX-35, SP-500, etc.
- Las comisiones que devengan suelen tener dos componentes, una fija, que contribuya al mantenimiento de sus costes de estructura, y, otra de tipo variable, proporcional a los rendimientos conseguidos. Suele ser elevada, en especial la de gestión, que oscila entre el 15-20%.
- En su estrategia inversora pueden financiarse con endeudamiento, apalancando sus posiciones varias veces, 4, 6, 8, etc. sobre su patrimonio, según sus expectativas. E, igualmente, pueden vender a descubierto.
- En general, sus movimientos son muy rápidos, pues en esa agilidad está un poco la clave de su éxito.
- Y no están obligados, como otros Fondos, a exponer su nivel diario e inmediato de liquidez, hecho que les otorga una ventaja, aunque, también, una cierta servidumbre (63).

Los mercados financieros más desarrollados, que, en su conjunto, tenían invertido en esta figura más de 900.000 millones de dólares en 2003, encontrarán en este producto, una vez autorizados y adecuadamente regulados, unas grandes posibilidades, gracias, como se ha indicado, a la mayor rotación de sus carteras y a su nivel de apalancamiento, haciéndoles muy aptos para inversores con una razonable formación y una coherente predisposición hacia la asunción de riesgos.

4. RETOS Y DESAFÍOS EN LOS MERCADOS

Para considerar este aspecto y no hacer excesivamente largo 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 80% 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.

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 crédi-

to, las sociedades gestoras de inversión colectiva, así como las propias SICAV sobre los títulos que gestionen (64).

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 13 podemos comprobar su evolución:

CUADRO 13.
Evolución de la Propiedad de las Acciones

Instituciones	2000	2001	2002
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 (65).
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, 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.

- 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 que permita asegurar ratios de eficiencia razonables. Y ello, a través de la traslación de actividades que generaban costes fijos a variables, hecho que devendrá, con total seguridad, 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, 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 será la garantía para prevenir pérdidas por impagos.
- La utilización de Internet ha 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 (66).

- 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 (67).
- 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 (68). 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 (69), 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 (70). 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 condicio-

nada por los avances introducidos por la reglamentación aprobada recientemente, la introducción de los ETFs 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 (71).

El segundo reto lo constituye la autorización para los *ETFs*, 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 los rendimientos devengados, 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, se aplican 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 (72) 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 (73). 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

Daba título a nuestra intervención 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.

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 (74) 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 primero 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 (75).

- Y Galbraith, el veterano profesor recientemente fallecido, reflexionando sobre la probabilidad de presentación de crisis futuras nos recuerda “¿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 cautelados por la creencia en su propia perspicacia financiera. Así ha sido durante siglos, y así continuará siendo en el futuro lejano” (76).
- En un entorno mucho más próximo, pero no menos realista se pronunciaba el que fuera Gobernador del Banco de España, L.A. 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, someténdolas 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 (77).
- 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 (78).

- 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 (79).
- 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 (80). 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” (81)– 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 (82) 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” (83).

- 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 posibilidades 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 escapan 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 toda clases de montajes y que los mismos Estados no han dejado de hacerlo cuando han tenido acuciantes necesidades (Elf, Credit Lyonnais, Banco Nacional de Rusia, etc) (84).

- En relación al papel de los economistas en el estudio de las crisis que afectan a los sistemas financieros, George Stigler (Nóbel 1982) en su clásico “El economista como predicador” (85) 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”. Samuelson, (Nóbel en 1970) por su parte, y con algo de ironía (86) 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.” Los hechos probados en la España actual y en un buen número de mercados financieros, así lo ponen de manifiesto (OPA sobre Endesa; Presupuestos del Estado; Política de Precios Públicos de bienes esenciales a la comunidad, etc.).
- Algo parecido puede constatarse en España a propósito del desarrollo de la actividad financiera pública. Las críticas de los analistas econó-

micos 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 apoyan 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 hace, 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 (87). 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 había 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 Nóbel Stiglitz (88) 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. EPÍLOGO

Espero que este repaso sobre la situación de los mercados financieros haya ilustrado a nuestro auditorio sobre la encrucijada en que se encuentran, y en las graves repercusiones que puede trasladar a amplias capas de empresas y economías domésticas una interpretación heterodoxa de su comportamiento.

El economista profesional ha de ser consciente de la responsabilidad en que incurre con una explicación sesgada o interesada, contraria siempre al propósito de la Economía. Me viene ahora el recuerdo de aquella célebre frase, pronunciada por el también Nóbel, Milton Friedman a este propósito: “La importancia que para la humanidad tiene la recta comprensión de lo que la ciencia económica positiva es capaz de aportar fue acertadamente ponderada, hace unos doscientos años (a finales del siglo XVIII) por Pierre S. Dupont, Diputado por Nemours en la Asamblea Nacional francesa, cuando, aludiendo a una propuesta legislativa encaminada a incrementar la emisión de “asignados” —un medio de pago de la Revolución Francesa—, afirmaba: “Señores: es un hábito lamentable, en el que con frecuencia incurrimos, en el ardor del debate, el de presumir que nuestro contra opinantes se hallan motivados por alguna dolosa intención. Es preciso ser tolerantes en materia de intenciones; deberíamos suponerlas siempre rectas, cuando así nos lo parezcan. Sin embargo, con lo que no cabe ser tolerantes es con la incoherencia lógica o el razonamiento infundado. Al amparo de teorías lógicamente defectuosas se han cometido más crímenes que los que pueden haberse derivado del intencionado comportamiento de gentes perversas” (89).

7. DESPEDIDA

Deseo concluir expresando mi agradecimiento a aquellas personas e instituciones que hicieron posible haber realizado esta investigación sobre el comportamiento de los mercados financieros. En primer lugar, al Profesor Don José Ángel Sánchez Asiain, banquero insigne y persona que contribuyó de forma decisiva al conocimiento y adaptación de los procesos de innovación financiera, procesos completamente necesarios para el desarrollo de mercados competitivos, así como a los directivos y profesionales de la entidad financiera en que presté mis servicios profesionales, a todos los niveles, que estimularon, con su consejo y experiencia, la mejora de mis conocimientos acerca de las estructuras internas de intermediación financiera y desarrollo de actividades de relaciones del sector con la empresa industrial; al Profesor Don Andrés Santiago Suárez, Catedrático de la Universidad Complutense, ya fallecido, que orientó mis primeros pasos docentes e investigadores en Economía Financiera, dando continuo ejemplo de coherencia y honestidad intelectual; a mis Profesores y Profesores Colaboradores en las Facultades de Ciencias Económicas de aquella Universidad, de la de Navarra, y de la Nacional de Educación a Distancia, que compartieron conmigo, estos últimos, las tareas académicas y los procesos de edición de nuestros trabajos de investigación, sin los cuales habría sido tarea difícil y compleja la divulgación y extensión de los mismos en el entorno universitario.

Y, finalmente, a mi esposa e hijos, que, tanto por su paciencia para soportar las incomodidades derivadas del hecho de simultanear la actividad profesional con las tareas académicas, como por su generosidad y buena disposición para cooperar en muchos de mis trabajos de investigación, han sido ejemplo y estímulo permanente para poder lograr los objetivos con los que me había comprometido.

Y a todos ustedes, por la paciencia y atención con que han seguido estas palabras. Muchas gracias.

8. 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) "Estructura económica: Teoría básica y estructura mundial". Sanpedro, J.L. y Martínez Cortiña, R. Ediciones Ariel. Barcelona, 1970. Página 624.
- (4) "El progreso económico de España (1850-2000)". Prados de la Escosura, L. Fundación BBVA. Bilbao, 2003. Páginas 229-233.
- (5) "El stock y los servicios del capital en España en 1964-2002". Más, Pérez y Uriel. Fundación BBVA. Bilbao, 2005. Páginas 301-308.
- (6) "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.
- (7) "Integración financiera y monetaria europea". Estudios bancarios. Fundación Banco Bilbao Vizcaya. Bilbao, 1997. Página 63.
- (8) "Informe Anual 2005". Banco Central Europeo. Prólogo del Presidente, J. C. Trichet. Frankfurt, marzo de 2006.
- (9) "Paro e inflación". Friedman, Milton. Instituto de Economía de Mercado. Unión Editorial S.A. Madrid, 1982.
- (10) "Libertad de elegir". Milton y Rose Friedman. Ediciones Orbis. Barcelona, 1983. Página 367.
- (11) "El dinero". John Kenneth Galbraith. Biblioteca de Economía. Ediciones Orbis. Barcelona, 1983. Página 352.
- (12) "La economía del fraude inocente. La verdad de nuestro tiempo". John Kenneth Galbraith. Ediciones Crítica. Barcelona, 2004. Páginas 67-68.
- (13) "Action management". Redwood, S; Goldwasser, C y Street, S. Ediciones Gestión 2000. Madrid, 2001. Página 11.

- (14) “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.
- (15) “Basilea II alumbró un sistema financiero mejorado”. Entrevista al Gobernador del Banco de España. Revista Bolsa de Madrid. Octubre 2005. Página 11.
- (16) “El nuevo acuerdo de capital de Basilea (BIS) II”. Urra, I. Revista Bolsa de Madrid. Octubre 2005. Página 25.
- (17) “Nuevas oportunidades de negocio para las entidades financieras españolas Encuentro del Sector Financiero. Deloitte, SAP y Gensorth Financial. Madrid, 27 y 28 de abril de 2006.
- (18) “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.
- (19) “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.
- (20) “Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero”. Keynes, J. M. Fondo de Cultura Económica, Madrid, 1981. Página 216.
- (21) “La desnacionalización del dinero”. Hayek, F. A. Biblioteca de Economía. Ediciones Orbis. Barcelona, 1985. Páginas 104-138.
- (22) “Economía liberal para no economistas y no liberales”. Sala i Martín, X. Ediciones Plaza y Janés. Barcelona, 2002. Páginas 266-268.
- (23) “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.
- (24) “El Sistema Monetario Europeo: antecedentes y evolución”. Varela Parache, M. Artículo en el libro citado. Página 204.
- (25) “El dinero”. Obra citada. Páginas 355-360.
- (26) Banco Central Europeo. Boletín mensual. Frankfurt. Febrero 2006. Página 15.
- (27) Diario económico ABC-NT. Madrid, 4 junio 2006. Página 33.
- (28) Banco Central Europeo. Informe Anual 2005. Frankfurt, marzo, 2006. Página 112.
- (29) “Política Monetaria: ¿Un traje a medida?”. Informe mensual. Servicio de Estudios de “La Caixa”. Barcelona, diciembre 2005. Página 36.
- (30) Informe Económico Financiero. Asociación Española de Banca. Madrid, diciembre de 2005. Página 34.
- (31) Informe mensual de coyuntura y mercados. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Madrid, diciembre de 2005. Página IV.
- (32) Informe Económico Financiero. Texto citado. Página 35.

- (33) "Estrategia de emisión de los valores del Tesoro". Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, diciembre de 2005. Páginas 27-29.
- (34) Banco Central Europeo. Boletín Mensual. Frankfurt, febrero 2006. Página 82.
- (35) Revista "Bolsa". Bolsa de Madrid. Abril 2006. Página 59.
- (36) "El mercado de deuda corporativa español gana peso en Europa". Revista "Bolsa de Madrid". Marzo 2005. Página 11.
- (37) Revista "Bolsa". Madrid, abril 2006. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Informe de coyuntura diciembre de 2005. Madrid, 2006.
- (38) "Suma de máximos en los mercados de valores". Revista "Bolsa". Madrid, enero-febrero 2006. Página 19.
- (39) Revista "Bolsa". Bolsa de Madrid. Mayo 2006. Páginas 63-65.
- (40) Informe Mensual. Servicio de Estudios de Caixa. Mayo 2006, página 64.
- (41) Diario económico "Expansión". Con datos de Inverco y Banco de España. Madrid, 27 diciembre de 2005. Página 19.
- (42) Asociación Española de Banca Privada y Confederación Española de Cajas de Ahorros. Datos a 31 de diciembre de 2005.
- (43) "Como pueden los Bancos comerciales diferenciarse ofreciendo un valor excelente para el cliente". Fokké, M. Revista Banca y Finanzas. Número 79. Páginas 36-41.
- (44) "Indicadores y situación del mercado hipotecario español". Genworth Financial Mortgage Insurance. Número XIII. Primer trimestre 2006. Página 13.
- (45) "Franquicias financieras". Fominaya, C. ABC-Economía. Madrid, 15 enero 2006. Página 10.
- (46) "Mal uso de las tarjetas de crédito en España". Entrevista a S. Carbó, Director del Gabinete de Análisis de la Fundación de las Cajas de Ahorros. Molina, S. Revista Finanzas y Banca. Número 107. Madrid, 2006. Página 34.
- (47) Entrevista a Hans Van Dervelde, Consejero-Delegado de Visa-Europa. Diario económico "Expansión". Madrid, 27 diciembre 2005. Página 17.
- (48) "Nace la banca gratuita". Cerezal, E. y Zorrilla, A. Revista Finanzas y Banca. Número 107. Madrid, marzo 2006. Página 14.
- (49) Revista Finanzas y Banca. Numero 108. Madrid, abril 2006. Página 14.
- (50) "E-banca en España". Casilda, R. Revista Bolsa de Madrid. Número 98. Abril 2001. Página 6.
- (51) "Factoring para evitar el impago". Revista Finanzas y Banca. Número 107. Madrid, marzo 2006.
- (52) XIII Encuentro del Sector Financiero. Declaraciones del Director General de Supervisión del Banco de España. Madrid, abril de 2006.
- (53) Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado de 5 de noviembre de 2003. Y desarrollo en el

Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre, publicado en el Boletín Oficial del Estado del 8 de noviembre de 2005.

- (54) Datos de Inverco. Madrid, enero 2006. Y “Suma de máximos en los valores españoles”. Revista Bolsa. Madrid, enero-febrero 2006. Página 23.
- (55) “La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español”. Banco de España. Boletín Económico. Mayo 2006. Página 64.
- (56) “Suma de máximos ...”. Texto citado. Página 23.
- (57) Instituciones de Inversión Colectiva. Patrimonio en 1990-2005. INVERCO, IIFA. Madrid, 2006.
- (58) Datos de ICEA para la patronal aseguradora UNESPA. Recogidos en ABC Economía y Trabajo. Madrid, 30 abril 2006. Página 10.
- (59) “Fuerte repunte de la actividad en el mercado de derivados”. Revista Bolsa. Madrid, enero-febrero 2006. Página 84.
- (60) Id. Página 85.
- (61) Revista “Bolsa”. Madrid, abril 2006. Página 67.
- (62) “Significado y alcance de los warrants en los mercados financieros”. Morales-Arce, R. Revista “Banca y Finanzas”. Números 85 y 86. Madrid, abril-mayo 2003.
- (63) “Hedge Funds: Una forma de inversión en auge”. Revista Bolsa de Madrid. Noviembre de 2004. Página 11.
- (64) “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.
- (65) Revista “Bolsa”. Madrid, marzo 2006. Página 25.
- (66) “Mercados bancarios y Nueva Economía”. Morales-Arce, R. Revista de la Real Sociedad Económica Matritense. Número 45. Página 59.
- (67) Informe del Fondo Monetario Internacional. Junio 2006.
- (68) “Banking integration in Europe”. Pérez, Salas y Saurina. Revista “Moneda y Crédito”. Número 220 /2005. Página 105.
- (69) “Deconstructing relationship banking”. Freixas, X. Publicación “Investigaciones Económicas”. Volumen XXIX (1) / 2005. Página 31.
- (70) 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.
- (71) “El nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva”. Revista Bolsa de Madrid. Noviembre 2005. Página 13.
- (72) Encuesta de Merrill Lynch entre los Gestores de Fondos. 16 de mayo de 2006.
- (73) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda. Boletín Oficial del Estado de 15 abril 2006. Páginas 14532-14536.

- (74) Presentación del Informe Anual del Banco de España por su Gobernador. Madrid, 19 de junio de 2006.
- (75) “El malestar de la globalización”. Joseph E. Stiglitz. Ediciones Taurus. Madrid, 2002. Página 299.
- (76) “Breve historia de la euforia financiera”. John K. Galbraith. Editorial Ariel. Barcelona, 1991. Página 119.
- (77) “La innovación financiera”. Luis A. Rojo. Discurso pronunciado con ocasión de la Convención del Banco de Bilbao. Madrid, 1987.
- (78) “Mercados financieros competitivos: situación y perspectivas”. Rafael Morales-Arce. Madrid, febrero de 1987. Página 85.
- (79) “Estrategia de innovación”. Alan West. Prentice Hall International Ltd. Editado por la Fundación Cotec. Madrid, 2002. Página, 334.
- (80) “White Paper on financial services policy 2005-2010”. Comisión Europea. Bruselas, 2006.
- (81) “Las empresas de servicios de inversión”. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Madrid, abril 2005.
- (82) “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.
- (83) “Mercados financieros y estrategia empresarial”. Mark Grinblatt y Sherindan Titman. Ediciones Mc Graw Hill. Madrid, 2003. Página 543.
- (84) “El capitalismo clandestino: la obscena realidad de los paraísos fiscales”. Thierry Godefroy y Pierre Lascoumes. Paidós Ibérica. Barcelona, 2005. Página 21.
- (85) “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.
- (86) “La economía desde el corazón”. Paul A. Samuelson. Ediciones Folio. Barcelona, 1987. Página 248-249.
- (87) “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.
- (88) Stiglitz. “El malestar ...”. Obra citada. Página 313.
- (89) “Paro e inflación”. Friedman, Milton. Instituto de Economía de Mercado. Unión Editorial S.A. Madrid, 1982. Página 43.

DISCURSO DE CONTESTACIÓN
EXCMO. SR. DOCTOR
D. JUAN E. IRANZO MARTÍN

1. DR. MORALES-ARCE, ACADÉMICO Y FINANCIERO

Dentro de la acostumbrada sobriedad de la Academia de Doctores, tengo el honor y la satisfacción de responder a la sugerente lección del nuevo académico, el Profesor Dr. D. Rafael Morales-Arce, sobre los Mercados Financieros Competitivos. Hemos tenido la oportunidad de escuchar las reflexiones autorizadas de una persona que ha sabido reunir en su amplia vida académica y profesional los dos conocimientos, el teórico y el práctico, en sus niveles más elevados. En efecto, el Dr. Morales-Arce es Catedrático de Economía Financiera, ha desempeñado su docencia en la Universidad Complutense de Madrid, en la Universidad de Navarra y la Universidad Nacional de Educación a Distancia, y ha publicado numerosos libros de su especialidad y artículos en revistas especializadas, donde ha canalizado su destacada capacidad didáctica, que ha merecido en repetidas ocasiones el expreso reconocimiento académico.

Por otra parte, el Dr. Morales-Arce atesora un envidiable currículum profesional en el campo de la economía empresarial, donde ha cultivado sus preferencias por las áreas más sensibles y decisivas, la política de recursos humanos y la política financiera, los dos grandes factores de toda actividad productiva. Desde el comienzo de su carrera profesional, a mediados de la década de los sesenta, ha ocupado cargos importantes de asesoramiento y dirección en varias empresas nacionales y multinacionales, desde la División de Carenas y Reparaciones de los Astilleros de Cádiz y el Grupo hispano-francés Cegos, de sus primeros años de trabajo, hasta el Banco de Bilbao, que requirió sus servicios en 1978, y donde ha tenido la oportunidad de aplicar sus conocimientos en las áreas de Inversión, Participaciones Industriales, Recursos Humanos y Medios, hasta culminar con la responsabilidad de Director Adjunto del BBVA, cargo que ha desempeñado hasta su reciente jubilación.

El Dr. Morales-Arce ha aceptado, también, responsabilidades en la Administración Pública, concretamente en el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, entre las que destaca la implantación de la Gerencia del Servicio de Empleo, en el período de 1975 a 1978, organismo encargado de la orientación profesional y laboral y de la colocación.

En esta apretada selección de los extensos méritos académicos y profesional de D. Rafael no quiero olvidarme de su participación en destacadas instituciones, como la Academia Europea de Ciencias y Artes de Salzburgo, de la que es académico de número, o en la más cercana Real Sociedad Económica Matritente de Amigos del País, donde ha dirigido diversos seminarios sobre temas de su especialidad, y, en fin, en esta misma casa, de la que es Académico Correspondiente desde hace quince años. Quiero recordar y agradecer al Dr. Morales-Arce, en nombre de todos nosotros, sus valiosas aportaciones a las actividades de nuestra Academia de Doctores, sobre todo en estos últimos cursos, con sus conferencias sobre “Capital Humano” en el año 2003, sobre “Pensiones y Estado de Bienestar” en 2004 y sobre “Los aspectos socioeconómicos de la Constitución Europea” el 2005, así como sus habituales colaboraciones en la Revista “Anales” y sus trabajos sobre economía del empleo y las pensiones en el libro “El Estado de España”, patrocinado y publicado por nuestra institución el año pasado.

2. LAS VENTAJAS DE LA COMPETENCIA

Llegamos así a su lección de hoy, el discurso que acaba de pronunciar en este acto de toma de posesión como Académico de Número de esta Academia de Doctores, sobre los Mercados Financieros Competitivos, que contiene una descripción bien sistematizada sobre la realidad actual de los mercados financieros, su creciente peso y significación económica, y aporta una lúcida valoración y un diagnóstico de los problemas que ahora se plantean y de las oportunidades y desafíos del próximo futuro. Me parece especialmente interesante el análisis de los mercados financieros desde la perspectiva de la competencia, que es un concepto que adquiere en nuestro tiempo un relieve singular, a medida que se van abriendo los mercados nacionales y los agentes y sistemas económicos van comprendiendo y aceptando que el mundo es la nueva referencia. En la configuración de un mundo abierto por las nuevas posibilidades técnicas de las comunicaciones, la información y la difusión científica y cultural, el mecanismo del mercado, como lugar de encuentro de productos, servicios e inversiones, ocupa una posición central en la asignación racional y eficiente de los intercambios, con la correspondiente determinación de los precios.

El proceso de internacionalización o globalización económica que estamos viviendo tiene una gran fuerza de atracción y va venciendo las resistencias proteccionistas o aislacionistas. Genera, de hecho, una polarización de las actividades económicas y de sus sistemas y estructuras hacia los valores que cotizan en el mercado mundial, entre los cuales destaca, lógicamente, la capacidad de competencia, como corresponde a un campo de libertad, escaso de regulaciones, donde rige, básicamente, el acuerdo de las partes. A medida que aumenta el peso proporcional de los intercambios internacionales en el conjunto del producto mundial, mejora la libertad económica y la asignación de recursos, y avanzamos un paso en la lucha contra la escasez.

Un paso, o muchos pasos, si consideramos, por ejemplo, la reciente evolución de las grandes economías asiáticas, para las cuales la apertura económica está significando tasas de crecimiento constantes por encima del diez por ciento anual y la posibilidad, ya no utópica, de lograr, en el tiempo de una generación, para una población que suma la tercera parte de la humanidad, niveles de consumo y bienestar que nadie hubiese imaginado hace veinte años.

La apertura económica disuelve los sistemas de privilegio, los monopolios y oligopolios, e introduce el orden de la competencia, que se fundamenta en la libertad de empresa y en la igualdad de los agentes en el mercado. No tiene nada de extraño que surjan resistencias a la apertura económica, a veces disfrazadas de razones técnicas, sociales, culturales o políticas, o de emociones nacionalistas. Es evidente que cuando el aire de la apertura económica entra por la ventana mejora la respiración de la mayoría pero también puede provocar algunos catarros. De hecho, estamos comprobando que, a pesar de los avances indudables e irreversibles de la integración económica internacional, las ideas proteccionistas, que parecían aniquiladas, vuelven a reproducirse en formas distintas, escudándose en nuevos argumentos, entre los que, paradójicamente, tampoco falta el de la eficiencia económica. Puede suceder, incluso, en algunos sectores de algunos países, que los procesos de fusión de empresas propiciados por la creciente dimensión de los mercados generen nuevas situaciones, acaso transitorias, de poder excesivo y de falta de competencia. Con mucha frecuencia, esta perturbación se produce, o se agrava, por el retraso en adaptar las normas a la realidad, de tal manera que estructuras empresariales dispuestas para jugar en la liga mundial tienen que amoldarse todavía a los diversos reglamentos de las competiciones regionales o locales.

En el proceso de globalización hay distintas velocidades. Ni todos los países, ni todos los sectores económicos, ni todos los factores de producción, en fin, ni todas las culturas o todas las ideas, pueden asimilar al mismo ritmo

el hecho de que el mundo se nos esté volviendo cercano y accesible. Por centrarnos en el asunto que nos ocupa, aunque la apertura internacional afecta tanto al movimiento de las personas como al movimiento de los capitales, a la hora de la realidad es mucho más difícil abrir los mercados a la migración del factor trabajo que al ahorro. Una y otra cosa se producen, pero a ritmos muy diferentes. La libertad de movimiento de los capitales es ya una conquista prácticamente generalizada, que se ha convertido, junto con las tecnologías de la información y de las comunicaciones, en uno de los motores esenciales del proceso de globalización. Hasta hace bien pocos años han durado los recelos a la libertad de movimiento de los capitales, incluso en el corazón de Europa, ahora, en cambio, es una realidad asumida con tal naturalidad que los jóvenes ya no se imaginan que haya podido ser de otra manera. Para generaciones anteriores dejó de ser una sorpresa que al abrir un grifo cayese agua o que al dar a una llave se encendiese la luz. Hoy ya no produce extrañeza abrir el ordenador y consultar por internet el precio de una semana de vacaciones en Puerto Rico o en Finlandia, comprar deuda pública de Chile o buscar un banco japonés y enterarnos de las condiciones de sus créditos hipotecarios.

Todos los días se negocian en los mercados internacionales de capitales cantidades exorbitantes de divisas, de las cuales sólo una pequeña proporción, sobre un 5%, corresponde al pago de transacciones comerciales. La mayor parte son movimientos financieros del volumen internacional de ahorro de fondos de pensiones, seguros y fondos de inversión. Es un mercado de enorme amplitud, agilidad y sensibilidad, movilizado por las decisiones de una multitud de agentes en todo el mundo, que actúan buscando soluciones de compromiso entre la rentabilidad y el riesgo de las operaciones, atentos a cualquier información que pueda influir en las tendencias. Estas características de los mercados financieros han sido motivo de preocupación por el temor a que la velocidad se transformase en volatilidad, la volatilidad generase tormentas financieras y diese lugar a graves crisis que acabasen perjudicando a la economía real. De hecho, hemos conocido no hace tantos años, a finales de la década pasada, crisis llamadas financieras, en principio locales, que adquirieron trascendencia internacional y afectaron al dinamismo del mercado mundial. Pero ya entonces se advirtió que los efectos de las tormentas financieras no eran iguales en los países con economías equilibradas y sistemas financieros saneados, que en los que sufrían inestabilidad económica y falta de solvencia en las instituciones financieras. En realidad, en el origen de estas crisis había graves desequilibrios económicos en algunos países asiáticos, falta de transparencia en la información económica y financiera y graves problemas en el funcionamiento de las instituciones. Los mercados financieros no crearon la crisis, sólo fueron transmisores de la enfermedad y contagiaron a

otros países que tenían bajas las defensas. El correcto diagnóstico del problema ha evitado la proliferación de medidas restrictivas generalizadas al movimiento de los capitales, que hubiese significado la ralentización del proceso de globalización económica y el reverdecimiento de las teorías de los fallos del mercado.

La libertad de movimiento de los capitales supone una profunda reforma estructural del sistema financiero internacional, antes protegido, cuando no intervenido, por las respectivas Administraciones Públicas, ahora más abierto a las oportunidades y las reglas de juego de la competencia internacional. Este cambio no anula, aunque sí limita, la soberanía de los Estados en la política financiera y monetaria, en todo lo que afecte directa o indirectamente a las condiciones de competencia. Las reformas institucionales orientadas a garantizar la neutralidad de los Bancos Centrales suponen el reconocimiento de la superioridad del orden de competencia financiera internacional sobre la inestabilidad del régimen anterior.

La libertad de movimiento de los capitales se ha convertido en un vehículo de los valores y criterios económicos implícitos en el proceso de globalización, que son, como he dicho, la libertad de empresa y la igualdad de oportunidades en los mercados, frente a las propensiones intervencionistas o proteccionistas de los Gobiernos. Siguiendo la lógica natural de un mercado libre, los capitales buscan en todo el mundo las inversiones que combinen la mayor rentabilidad y el menor riesgo, es decir, premian los proyectos económicos mejor concebidos y gestionados, sean éstos empresas privadas o sistemas públicos. En concreto, los mercados financieros se sienten más atraídos por las políticas económicas que procuran estabilidad de largo plazo, con planteamientos rigurosos en el gasto público y programas acreditados de consolidación presupuestaria, de reducción de la deuda pública y de moderación en los impuestos. Esto significa, naturalmente, que las empresas o los países bien gestionados se pueden beneficiar de una financiación más abundante y barata. La buena asignación de los recursos consiste, precisamente, en ponerlos en las manos que mejor sepan administrarlos.

De este modo, los mercados financieros ejercen un efectivo gobierno económico a nivel internacional, y estimulan a las corporaciones y a las administraciones públicas a seguir las mejores prácticas para merecer buenas condiciones financieras. Lo verdaderamente interesante de este nuevo “mecanismo neutro” de atribución de recursos financieros es que premia la lógica económica que más rápidamente conduce al crecimiento económico, a la creación de empleo y a la mejora de la renta de la población.

Empleando una formulación sugestiva del profesor Juergen Donges:

“Los mercados financieros se han convertido en algo así como la policía de tráfico de la economía mundial: Juzgan y sancionan (multan) casi día a día las decisiones monetarias y fiscales de los Bancos Emisores y de los Gobiernos (y también las salariales de sindicatos y patronos). Y comparan las políticas de un país con las de otros. La evaluación de la política económica no la hace el Gobierno (que tratará de convencernos de que todo lo hace muy bien), tampoco el Parlamento (donde los partidos de la oposición dirán lo contrario); la evaluación la hacen los inversores internacionales mediante sus operaciones en los mercados financieros. Los Bancos Emisores y los Gobiernos han perdido definitivamente su impunidad. Si cometen errores y generan desequilibrios básicos y no los corrigen rápidamente, se les pasa factura: primas de riesgo sobre las rentabilidades de la deuda pública y devaluación de la moneda”.

Así se expresaba el profesor Donges a finales de 1995, en una conferencia que dio en La Coruña, poco después de que nuestra moneda, todavía la peseta, hubiese sufrido varias devaluaciones en cadena. Ahora la economía española está resguardada bajo el paraguas del euro y las sanciones de los mercados financieros a nuestros desequilibrios (inflación y déficit exterior) no se expresan de modo tan directo e inmediato, pero pesan en el conjunto de las debilidades de las políticas económicas de la Unión Europea, y, en su medida, contribuyen a acelerar el ritmo de evolución del precio del dinero y sus consecuencias sobre la economía de las empresas y de las familias.

3. LA EFICIENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Como ha recordado el profesor Rafael Morales-Arce en su discurso, el representante del Banco de España en el décimo tercer Encuentro del Sector Financiero, que tuvo lugar la pasada primavera, resumió la situación reconociendo que cuando llegamos a 2006 el negocio evoluciona con buena salud, aunque con algunas incertidumbres: el sistema financiero español tiene un alto índice de solvencia, buena rentabilidad sobre fondos propios y sobre activos y reiterados beneficios. Además aumenta la responsabilidad de los administradores por mejorar la calidad y la veracidad de la información financiera. Los motivos de preocupación se sitúan en el crecimiento del negocio hipotecario, por encima del 20% el año pasado, en la prolongación de los plazos, más allá incluso de los treinta años, y el aplazamiento de pagos del capital e intereses en los primeros años de vida de los préstamos.

El hecho es que las instituciones financieras españolas llevan ya muchos años, sobre todo desde 1977, ejercitándose en la competencia dentro del mercado español y fuera, en el mercado internacional, y han dado constantes muestras de su capacidad de adaptación a las circunstancias cambiantes del entorno, de mantener elevados índices de solvencia y rentabilidad y de ofrecer a los clientes una carta de servicios financieros variada y ajustada a sus necesidades. Todo esto no ha ocurrido por casualidad. Es el fruto de muchas decisiones tomadas en la dirección correcta, primero en las reformas del marco normativo, luego en la gestión de las instituciones. En los últimos treinta años, y de un modo especial en la última década, la evolución del sistema financiero español ha estado alentada y orientada por la paulatina incorporación de España al Sistema Monetario Europeo y por la liberalización y decidida expansión internacional de la economía española.

Hace menos de treinta años existían todavía en España el racionamiento del crédito y los coeficientes de inversión obligatoria. En la reforma de 1977 se liberalizaron los tipos de interés de los depósitos, comenzó la eliminación de los coeficientes de inversión y se equiparó operativamente a las cajas de ahorros con los bancos. Desde entonces hasta ahora el proceso de liberalización ha seguido avanzando. En estos momentos las mejoras en la competitividad se centran en la armonización de la regulación a escala internacional y europea, y en el desarrollo normativo interno, donde hay que atender a la transposición de directivas europeas y evitar que se produzca un pernicioso fraccionamiento normativo en el nivel autonómico.

La responsabilidad y la eficiencia de las instituciones financieras españolas han ido creciendo a medida que se reducían los niveles de participación, intervención y tutela de la Administración pública. La autonomía concedida a la política monetaria, primero en los Bancos Emisores de los países miembros de la Unión Europea y luego, de forma colegiada, en el Banco Central Europeo, se ha fraguado desde la firme decisión compartida de mantener en Europa la estabilidad de precios, como condición de crecimiento a largo plazo y de competitividad en los mercados mundiales. Era necesario salvaguardar la estabilidad económica de las influencias de los ciclos políticos y garantizar a la nueva moneda común el respaldo de un criterio diáfano y de una autoridad independiente.

Pero la intervención de los gobiernos en el sistema financiero no se limita al campo de las normas. Con mayor frecuencia de lo deseable, muchos gobiernos gastan más de lo previsto, incurren año tras año en déficit y alimentan sin cesar la bolsa de la deuda pública. De esta manera el sector público absorbe una porción excesiva del ahorro, presiona al alza los tipos de interés y dificulta a las empresas y a las familias el acceso a los recursos financieros. Esta

situación, que ha sido por desgracia muy conocida en la historia de la economía española, ha mejorado en los últimos años. El hecho de que la política económica española no se haya conformado con el proceso de consolidación presupuestaria necesario para acceder al euro y que, a continuación, haya dado pasos creíbles en el empeño de mantener un escenario de estabilidad presupuestaria de largo plazo, ha fortalecido las expectativas de los agentes económicos, ha eliminado completamente la prima de riesgo y ha proporcionado a las empresas y a las familias —y también a las administraciones públicas— las mejores condiciones financieras que se recuerdan. Afortunadamente, los ciudadanos han comprendido las ventajas de tener unas finanzas públicas saneadas y están de acuerdo con la limitación presupuestaria del gobierno, y, hasta ahora, al menos, se mantiene en este campo un consenso tácito entre las fuerzas políticas.

Esta política económica de estabilidad presupuestaria y de liberalización de mercados es el factor nuevo que ha servido de catalizador de la transformación económica y social que ha experimentado España en los últimos años (que se resume en la ganancia de 15 puntos porcentuales en la convergencia de la renta per cápita española con la media de Unión Europea y en la creación de siete millones de puestos de trabajo), y también nos sirve de referencia para comprender la favorable evolución de todos los sectores de la economía, también del sector financiero.

Naturalmente, el crecimiento del PIB y del empleo da impulso al sistema financiero y viceversa. Un sistema de intermediación financiera competitivo es un factor determinante del desarrollo económico, porque reduce el coste del capital de las empresas, facilita la gestión de riesgos, contribuye a seleccionar los proyectos de inversión y respalda la iniciativa de los emprendedores. Sin duda, entre los factores que explican el mejor comportamiento reciente de la economía española respecto a nuestros socios europeos se encuentra el elevado grado de competitividad y de eficiencia alcanzado por nuestras instituciones financieras, gracias a un largo proceso de liberalización, que se ha intensificado en los años de la democracia, y que ahora permite a las instituciones españolas de intermediación financiera ocupar una posición destacada en la comparación internacional.

También hay que subrayar la contribución del sistema financiero español al éxito del proceso de privatizaciones de empresas públicas, liberalización de mercados e internacionalización de la economía. Hace muy pocos años, cuando las empresas españolas se sintieron con fuerzas para invertir y ampliar sus mercados en el extranjero, para conseguir sus objetivos contaron con financiación abundante a bajos tipos de interés, sostenida por una política económica fiable, la estabilidad del euro y un sistema financiero solvente. De esta

manera se ha ido incrementando y consolidando el mercado exterior de la economía española. A ello se une el constante aumento del mercado interior, estimulado por la expansión económica, la creación de empleo y el crecimiento insospechado de la población. Pero hay que tener en cuenta, además, otra ampliación del tamaño del mercado de carácter temporal, tan real como los anteriores, derivada del fortalecimiento de las expectativas de largo plazo, que de hecho está cristalizando en una de las fases de crecimiento más duradera de la historia de la economía española. Este incremento de la perspectiva temporal de las actividades económicas, y su traducción en los tipos de interés de largo plazo, ha reducido el riesgo y ha permitido prolongar los proyectos privados y públicos a plazos más largos, con fuertes economías de escala y mayores beneficios.

Con la ruptura del status quo bancario, con la liberalización del Sistema Financiero Español, el proceso de innovación y eficiencia se ha incrementado exponencialmente. No exageramos si afirmamos que en banca minorista somos líderes mundiales. Lógicamente, el incremento de la competencia ha reducido los márgenes financieros, con lo que se han buscado nuevos mercados, menos maduros, sobre todo en Iberoamérica, que han impulsado la internacionalización de nuestros principales bancos.

Aunque no se ha demostrado la existencia de economías de escala en el sector bancario, sí existen economías de alcance, por lo que ha sido imprescindible realizar procesos de fusión que permitiesen la expansión transfronteriza. La introducción de las tecnologías de información y comunicación está contribuyendo, asimismo, a una reducción de costes y una mayor integración estratégica.

En un análisis superficial del proceso de integración económica internacional al que estamos asistiendo, podría llegarse a la conclusión de que las políticas económicas de los países pierden importancia. La realidad, de momento, no es ésta. La integración económica internacional consiste en la paulatina eliminación de barreras en los mercados de bienes, servicios y factores de producción y en la perfección de las regulaciones, para garantizar la igualdad de trato y la competencia, pero no desintegra a los sujetos económicos, sean empresas o sistemas nacionales.

La experiencia reciente de la economía española en su conjunto, y de nuestro sistema financiero, en particular, son muy ilustrativos al respecto. En un contexto de doble apertura exterior, a la Unión Europea y los mercados internacionales, por primera vez en muchos años, la economía española ha contado con un factor propio de competitividad, decisivo para lograr un salto sobresaliente en sus resultados económicos y sociales. Me refiero a la política

económica de estabilidad, en su conjunto, y a los procesos de saneamiento y capitalización que ha inducido en el sector público y en el sector privado.

Encontrar un elemento interno de competitividad es el sueño dorado de cualquier empresa, sea un producto nuevo, un método innovador de producción o de comercialización, un sistema más eficaz de gestión del conocimiento, etc. Durante un tiempo esa empresa tendrá a sus competidores a la zaga y elevará sus beneficios. Pero ese elemento interno de competitividad puede ser también una opción acertada en la orientación estratégica de la empresa y un perfeccionamiento en la asignación general de los recursos. En este caso la ventaja de esa empresa puede ser aún más duradera.

Que la política económica española tomó hace diez años una orientación estratégica acertada está bien documentado. Que el sistema financiero español ha contribuido en un régimen de competencia a mejorar la asignación de los recursos tampoco ofrece muchas dudas. Sólo nos queda decir que para que estos aciertos permanezcan en el futuro no hay que perder de vista que en su origen hay una interpretación correcta del contexto económico internacional que estamos atravesando y una aceptación razonable de sus consecuencias. A la apertura económica de nuestro mundo debemos seguir correspondiendo con la apertura de la mente.

Con la incorporación del Dr. Morales-Arce a nuestra Academia debemos felicitarnos todos por su rigor y capacidad, que enriquecerán nuestros trabajos y discusiones. Enhorabuena y bienvenido.