

EKONOMIAZ

OMIAZ

III · 2007

Claves del sistema financiero



EKONOMIAZ

N.º 66 - 3^{er} CUATRIMESTRE - 2007

EUSKO JAURLARITZA



GOBIERNO VASCO

OGASUN ETA HERRI
ADMINISTRATIO SAILA

DEPARTAMENTO DE HACIENDA
Y ADMINISTRACIÓN PÚBLICA

Eusko Jaurlaritzaren Argitalpen Zerbitzu Nagusia

Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco

Vitoria-Gasteiz, 2008

CONSEJO DE REDACCIÓN/ERREDAKZIO KONTSEILUA

Director/ Zuzendaria

Iñaki Beristain Etxabe

*Dirección de Economía y Planificación. Departamento de Hacienda y Administración Pública.
Gobierno Vasco*

Subdirector/ Zuzendariorde

Javier Gúrpide Ibarrola

Dirección de Economía y Planificación. Departamento de Hacienda y Administración Pública. Gobierno Vasco

Alberto Alberdi Larizgoitia
*Departamento de Industria, Comercio y Turismo
Gobierno Vasco*

Alexander Boto Bastegieta
Ihobe

Juan Antonio Maroto Acín
Universidad Complutense de Madrid, UCM

Arantza Olalde Maguregui
*Departamento de Hacienda y Administración Pública
Gobierno Vasco*

Carlos Agustín Alvarado García
Universidad de Deusto

Jesús Ferreiro Aparicio
Universidad del País Vasco

Mikel Navarro Arancegui
Universidad de Deusto

Juan Francisco Santacoloma Sanz
Universidad de Deusto

REDACCIÓN Y ADMINISTRACIÓN / ADMINISTRAZIO ETA ERREDAKZIO

Departamento de Hacienda y Administración Pública/Ogasun eta Herri Administrazio Saila
c/ Donostia-San Sebastián, s/n.

01010 Vitoria-Gasteiz

Teléfonos: 945/01 90 38. Administración

945/01 90 36. Redacción

<http://www1.euskadi.net/ekonomiaz>

SUSCRIPCIÓN ANUAL / URTEKO HARPIDETZA:

Particulares: 18 €. Instituciones y empresas: 30 €.

Precio de un ejemplar/Ale bakarren prezioa: 12 €.

EKONOMIAZ aldizkarian parte hartu nahi dutenek Eusko Jaurlaritzako Ogasun eta Herri Administrazio Sailera igorri beharko dituzte beren idazlanak.

Erredakzio Kontseilua beretzat gordetzen du jasotako artikulak argitaratzeko eskubidea, aurrez ebaluatzaile anonimo baten edo batzuen iritzia ezagutuko duelarik. Idazlana argitaratzeak ez du, berez, edukiarekiko adostasunik adierazi nahi, beraren erantzunkizuna egilearena eta ez beste inorena izango delarik.

Artikuluak aurkezteko arauen laburpena honako web orri honetan daude: http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/articulos_e.asp

EKONOMIAZ aldizkariako artikulak indexatuak dira ondoko datu-tegietan: CSICeko ISOC eta American Economic Association elkarteke Journal of Economic Literature-k argitaratzen dituen JEL CD formatoan, e-JEL eta EconLit, LATINDEX eta DIALNET alertasarean.

Argitaratzailea: Eusko Jaurlaritzaren Argitalpen Zerbitzu Nagusia
Edita: Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco
Donostia-San Sebastián, 1 - 01010 Vitoria-Gasteiz

Fotokonposaketa: mccgraphics
Fotocomposición:

Imprimaketa: mccgraphics
Impresión:

Lege Gordailua: BI - 2017-05
Depósito Legal:

ISSN 0213-3865

Todas aquellas personas que deseen colaborar en EKONOMIAZ deberán enviar sus artículos al Departamento de Hacienda y Administración Pública del Gobierno Vasco.

El Consejo de Redacción se reserva el derecho de publicar los artículos que reciba, previo sometimiento a un proceso de evaluación anónima doble. Su publicación no significa necesariamente el acuerdo con el contenido que será de responsabilidad exclusiva del autor.

Un resumen de las normas de presentación de los artículos se puede encontrar en la página web: http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/articulos_c.asp

Los artículos de EKONOMIAZ son indexados en las bases de datos ISOC del CSIC y JEL en CD, e-JEL y EconLit del Journal of Economic Literature de la American Economic Association, LATINDEX y en la red de alertas DIALNET.

SUMARIO

PRESENTACIÓN

CLAVES DEL SISTEMA FINANCIERO

Coordinador:
Francisco J. Valero López

El sistema bancario europeo: un análisis estructural y algunas cuestiones de interés

16

Francisco J. Valero López y M^a Sara Baliña Vieites

El sector financiero en el País Vasco. ¿Hay espacio para un *cluster* financiero regional?

52

Mikel Larreina Díaz y Fernando Gómez-Bezares Pascual

A propósito de la crisis financiera actual

82

Antonio Torrero Mañas

El sistema financiero español ante la crisis crediticia internacional

92

Alfonso García Mora, Gloria Hervás Ortega y María Romero Paniagua

Las transformaciones recientes del sistema financiero estadounidense y la crisis de las hipotecas de alto riesgo «subprime»

126

Jan Kregel

Directiva MiFID, reforma de la Ley del Mercado de Valores e implicaciones en el caso español

144

Antonio Moreno Espejo y Rodrigo Buenaventura Canino

La clasificación y la evaluación de los clientes-inversores en la reforma de la Ley del Mercado de Valores

164

Cristóbal Espín Gutiérrez

Iniciativas para fomentar el uso de los servicios bancarios a distancia

194

Esteban Sánchez Pajares, Jorge Bela Kindelán y Álvaro Martín Enríquez

Índices de *performance*, gestión activa y eficiencia. Un análisis de sensibilidad y del fenómeno de la persistencia

220

Fernando Gómez-Bezares Pascual, José Antonio Madariaga Ibarra, Javier Santibáñez Grúber, Amaia Apraiz Larragán

Información de sostenibilidad y *performance* financiera en el mercado español: especial referencia al sector financiero

246

José Mariano Moneva Abadía y Eduardo Ortas Fredes

Liberalización financiera en América Latina: efectos sobre los mercados financieros locales

266

Jesús Ferreiro Aparicio, Carmen Gómez Vega, Carlos Rodríguez González y Eugenia Correa Vázquez

Internacionalización de la banca española en América Latina. El caso BBVA

294

Ramón Casilda Béjar

OTRAS COLABORACIONES

Un análisis comparativo de la vivienda en Europa

318

Raquel Arévalo Tomé y María Soledad Otero Giráldez

Cambios en la situación laboral de la población española ante el incremento de la inmigración

330

Ainhoa Herrarte Sánchez, Eva Medina Moral y José Vicéns Otero

Un análisis de la heterogeneidad empresarial en la Unión Europea. Implicaciones para la política europea de fomento empresarial

350

Isidoro Romero Luna y José Fernández Serrano

El papel de la política fiscal en los países de la UEM y las leyes de estabilidad presupuestaria. Comparación de distintas reglas

372

Jorge Uxó González y M^a Jesús Arroyo Fernández

PRESENTACIÓN

En las modernas economías desarrolladas, o con suficiente grado de desarrollo, la parte más dinámica de las mismas, es decir, la que ha experimentado más cambios a lo largo de los últimos tiempos, tiende a ser el sistema financiero. De ahí que, en reconocimiento a esta realidad, pero también a la complejidad que conlleva, este número de *Ekonomiaz* está dedicado a exponer algunas claves sobre dicho sistema desde una perspectiva actual. Como es habitual en estos casos, no están todas las posibles claves explicativas que se pueden manejar, lo cual nos llevaría a una obra mucho más voluminosa que ésta, pero todas las que se recogen tienen que ver con dicho sistema y su situación en estos momentos.

Una muestra palpable del carácter dinámico de los sistemas financieros modernos la puede atestiguar esta misma revista que, cuando se concibió, tenía enfrente un sistema financiero en crecimiento sostenido, especialmente en nuestro país, pero que, a partir de agosto de 2007, entró en una crisis algo atípica, originada en Estados Unidos, que cambió significativamente el panorama mundial y todavía está presente entre nosotros, sin que en estos momentos se vislumbre claramente su duración, sus consecuencias a medio y largo plazo, así como las vías a través de las cuales vamos a terminar saliendo de ella. Inicialmente sólo estaba previsto en esta revista un artículo sobre las crisis, financieras en general, al que ahora acompañan otros referidos específicamente a aquella por la que estamos pasando.

El dinamismo del sistema financiero tiene su origen en la misma movilidad de su materia prima básica, el dinero, que ha aumentado aún más en las modernas sociedades de la información, donde se materializa mucho más en registros informáticos que en su forma tradicional de billetes y monedas. Sin embargo, esto es sólo una parte de la explicación. La función básica de todo sistema financiero, la intermediación entre los agentes económicos que disponen de ese dinero y aquellos que lo necesitan, se ejerce hoy en día de una forma muy competitiva, en muchos casos superando las fronteras nacionales sin apenas restricciones, a través de un amplio conjunto de instrumentos, algunos de ellos novedosos y con riesgos no del todo comprendidos, por un numeroso censo de entidades financieras de diversos tipos. Todo ello bajo una regulación que intenta poner orden y dotar de seguridad a todo el proceso, aunque no siempre lo consigue.

Bajo este contexto, la revista recoge, en su parte monográfica, una docena de trabajos que intentan aportar un conjunto de claves sobre el sistema financiero en general, pero también el europeo, dentro del cual se inserta el español, sin olvidar el sistema propio del País Vasco. Estos trabajos se agrupan en las secciones que se indican en las cabeceras que siguen a continuación.

El sistema financiero como clave

Puede resultar paradójico que en una revista sobre claves del sistema financiero, planteemos a este mismo como clave, y no sólo respecto al conjunto de la economía, que lo es, y mucho, como demuestra la crisis actual. En efecto, con la cabecera precedente queremos expresar la necesidad de analizar el sistema financiero como tal más que sus diferentes instituciones y mercados por separado. Esta necesidad se apoya en dos líneas de estudio complementarias entre sí, hasta el punto de que en ocasiones pueden coincidir en un mismo trabajo.

La primera línea es el análisis comparado de los sistemas financieros, mediante el cual se intenta descubrir las peculiaridades y semejanzas de cada uno de ellos, especialmente el que es propio, de modo que ello nos permita conocer sus posibles fortalezas y debilidades frente a otros sistemas, para intensificar las primeras y superar en lo posible las segundas.

La segunda tiene que ver con el desarrollo socioeconómico de un país o región. Desde hace tiempo, organizaciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, etc., promueven investigaciones acerca de si un mayor desarrollo del sistema financiero puede contribuir al crecimiento económico de países o regiones, especialmente de aquéllos que tienen un nivel de renta bajo y por eso mismo persiguen incrementarlo todo lo posible. No pocas veces, dichas investigaciones se orientan a determinar cuál de las dos grandes alternativas de la intermediación financiera, la bancaria tradicional o la que se ejerce a través del mercado de valores, es más efectiva en la promoción de dicho desarrollo.

En nuestro continente, el Banco Central Europeo y la Comisión Europea amparan investigaciones similares, pero orientadas a conocer si avanza o no la integración financiera en el ámbito de la Unión Europea (UE) y, muy especialmente, del área euro, haciendo más efectiva la realidad del mercado único europeo. Los beneficios esperados de éste son, básicamente, una oferta más completa de productos y servicios financieros y unas condiciones más competitivas en el suministro de los mismos, con lo cual se ayudaría a un mayor crecimiento de la economía real.

Por último, en España algunas Comunidades Autónomas, y el País Vasco no son ajenas a este movimiento y se plantean reestructurar el mapa de sus entidades financieras regionales con el fin de aumentar su músculo financiero, de modo que puedan defender mejor sus mercados de origen, pero también competir más eficazmente fuera de él.

En la revista incluimos dos artículos que analizan el sistema bancario o financiero como tal. El primero de ellos, perteneciente a la primera de las líneas mencionadas, de **Francisco J. Valero López** y **Sara Baliña Vieites**, analiza el sistema bancario europeo y, más concretamente, la inserción en éste del sistema bancario español. Por razones prácticas, el número de países que se utilizan a este respecto son los cinco grandes europeos, al mismo tiempo que se manejan los correspondientes agregados de la UE y el área euro.

La mayor parte del artículo se centra en el análisis de las diferencias estructurales que pueden observarse, siendo la más manifiesta la elevada capilaridad de la red de oficinas bancarias en España, muy extensa, pero al mismo tiempo con unas oficinas menos dotadas en medios personales. Sin embargo, también se plantean algunas cuestiones relevantes y de reciente actualidad. Una de ellas es la diversidad de las entidades bancarias europeas, sobre todo cuando esta diversidad se ha barajado en términos negativos para los tipos de entidades que se alejan de la figura del banco sociedad anónima tradicional, como las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito.

Otra cuestión importante es la supervisión del sistema bancario europeo como tal y los mecanismos que se dispone para resolver una crisis de una entidad paneuropea, porque el problema fundamental en ambos ámbitos es que, hoy por hoy, son una competencia nacional, independientemente de que ésta se haya visto cada vez más coordinada por la legislación de la UE, por la existencia de un conjunto de comités de supervisores y otros foros de encuentro, así como por la formalización de memorandos de entendimiento orientados a conseguir una actuación coordinada y efectiva en el caso de la emergencia de una crisis del tipo mencionado por parte de las autoridades implicadas en su solución.

El segundo trabajo de esta sección se orienta más en la segunda línea mencionada, con una vertiente regional. Escrito por **Mikel Larreina Díaz** y **Fernando Gómez-Bezares Pascual**, con el apoyo de una amplia y variada bibliografía, está dedicado al sistema financiero vasco y plantea la importante cuestión del papel que puede jugar éste dentro de un sistema financiero internacional donde se está produciendo un proceso de concentración de la actividad financiera en unas pocas plazas. Nos encontramos aquí con un fenómeno paralelo a lo que está ocurriendo con la globalización o, incluso, la integración europea desde un punto de vista más general. Ninguno de estos procesos ha eliminado la vertiente regional, que, por el contrario, ha cobrado dimensiones nuevas.

Los autores se preguntan por el papel que a este respecto pueden jugar los denominados *cluster* financieros regionales, en los que un grupo geográficamente próximo de entidades financieras interconectadas e instituciones asociadas en este ámbito aparecen unidos por comunalidades y complementariedades. La respuesta a esta cuestión en el caso del País Vasco, donde el sistema financiero ha registrado una importancia históricamente alta, es positiva para los autores, entre otros argumentos, por la existencia de un caso similar en la UE que analizan expresamente, como es Escocia, cuya actividad financiera se ha incrementado mucho en los últimos tiempos, pese a ser, de algún modo, una región periférica.

Se puede discutir la validez de esta comparación, pero, aparte de que el País Vasco y Escocia son dos regiones europeas con varios elementos en común, no nos cabe ninguna duda que, tratándose de realidades económicas, y no de meras entelequias teóricas, un método de contraste no sólo válido, sino imprescindible, es precisamente encontrar en otros lugares el tipo de realidad que se pretende conseguir. El aprovechamiento de las experiencias ajenas puede facilitar el propio camino, porque, como concluyen los autores, el objetivo perseguido no se va a conseguir si no va acompañado de la formulación y seguimiento de una estrategia apropiada para ello.

La crisis actual del sistema financiero

Como hemos comentado, el tamaño de esta sección ha ido incrementándose a medida que avanzaba el proceso de elaboración de la revista. Ahora consta de tres trabajos, el primero de ellos, debido a la pluma de **Antonio Torrero Mañas**, recoge las reflexiones de un reconocido experto en el estudio de las crisis financieras que buscan iluminar aspectos generales de aquélla por la que estamos pasando actualmente, entre ellos la propia caracterización de una crisis financiera, así como los principales elementos comunes que han estado presentes en casi todas las que han ocurrido hasta ahora.

Dado que resulta previsible que la crisis actual permanezca todavía algún tiempo con nosotros, creemos que el renovado estudio de las que han ocurrido anteriormente y el encaje de dicha crisis en este cuerpo de conocimientos debe ayudarnos a comprender mejor sus efectos, a intentar paliar aquéllos especialmente negativos y a modificar el marco normativo para que ese mismo tipo de crisis no vuelva a ocurrir, todo ello, como nos recuerda el autor, sin caer en la tentación de pretender conocer el futuro más allá de lo razonable.

El segundo trabajo de esta sección, que tiene como autores a **Alfonso García Mora, Gloria Hervás Ortega y María Romero Paniagua**, analiza la crisis actual desde una perspectiva española. Antes que nada, hay que decir que, como hemos señalado previamente, el origen de la crisis no se encuentra en España y, por otro lado, las entidades españolas apenas habían invertido en los activos que han materializado la crisis, a través de la titulación de créditos hipotecarios de baja calidad crediticia. Sin embargo, la crisis ha afectado al sistema financiero español de una forma significativa.

Esto se debe, fundamentalmente, al *boom* inmobiliario por el que venía pasando España, cuya terminación no sólo ha afectado a las empresas del sector, sino que también ha elevado la morosidad en las entidades de crédito y, por tanto, ha reducido la predisposición de éstas a seguir financiando los negocios de empresas, algunas de las cuales están en una situación delicada. Por otra parte, el cambio de coyuntura económica no deja lógicamente de afectar a los destinatarios últimos de la financiación hipotecaria, los adquirentes de las viviendas.

Por estas razones, el trabajo analiza el reciente *boom* inmobiliario en España y sus consecuencias y perspectivas futuras. Al mismo tiempo estudia la posición del sistema banca-

rio en España y las implicaciones de la crisis para sus entidades, que básicamente se han materializado en serias dificultades para captar financiación en los mercados mayoristas y un encarecimiento de la de carácter minorista, así como un lógico endurecimiento en las condiciones de concesión de los créditos.

En todo caso, el sistema financiero español se encuentra bien posicionado ante esta crisis, si bien esta circunstancia no debería fundamentar una peligrosa complacencia, no sólo por los efectos que puedan derivarse de una crisis duradera, sino también porque la actividad financiera se ejerce en un entorno de creciente intensidad competitiva, como hemos señalado anteriormente, que dejará en mal lugar a las entidades que no sean eficientes o no acierten con sus estrategias.

El tercer artículo de esta sección, debido a **Jan Kregel**, también trata de la crisis, pero desde la perspectiva del país donde se ha originado, Estados Unidos, cuya principal aportación es, desde luego, ayudar a comprender mejor las causas de la misma y sus implicaciones inmediatas en aquel país. Resulta llamativo que se nos hable en el mismo de un mundo que ya no existe, el 3-6-3, que significa captar depósitos al 3%, conceder créditos hipotecarios al 6% durante un tiempo largo (30 años) y estar en el campo de golf a las 3 de la tarde.

Este mundo suponía un entorno estable que se desvaneció rápidamente, tan pronto como los tipos de interés se liberalizaron como consecuencia de las presiones inflacionistas en los años 1970, dando origen a la crisis de las mal llamadas cajas de ahorros estadounidenses (*savings & loans*), un claro ejemplo de cómo una situación de crisis puede afectar no sólo a entidades aisladas, sino también a un modelo de negocio y, por tanto, al conjunto de entidades que lo siguen, no necesariamente con la misma intensidad a todas ellas.

Otra expresión destacable en este autor es cuando habla de las agencias de calificación crediticia (*rating*) y de las técnicas de mejora crediticia, muy típicas en las operaciones de titulización, con objeto de hacer más atractivos para el mercado los valores resultantes, sobre las que se pregunta si han funcionado como una ingeniería financiera o, más bien, como una alquimia financiera, en el sentido de que se ha intentado ofrecer una seguridad que no podría darse dada la baja calidad de los activos originales, lo que engarza con la pretensión de certeza antes mencionada al hablar del trabajo de Antonio Torrero Mañas.

Los cambios recientes en los servicios financieros

La tercera sección de esta revista está dedicada a un fenómeno muy habitual en los últimos tiempos en el sistema financiero, el elevado ritmo de cambios que se viene produciendo en los productos y servicios que ofrece. Los artículos de esta sección tienen en común que presentan una relación directa con modificaciones en la regulación financiera, pero cuya trascendencia va más allá de lo meramente jurídico.

Los dos primeros artículos se centran en la principal novedad normativa en los últimos tiempos que se ha producido en la regulación financiera en el ámbito de la UE, la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, conocida también como MiFID por las siglas de su denominación en inglés (*Markets in Financial Instruments Directive*), que ha sido transpuesta a la normativa española por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, del mercado de valores. Esta Directiva constituye la nueva norma básica del mercado único europeo de valores y otros instrumentos financieros, cuyo contenido se ha visto ampliado a un mayor número de servicios de inversión e instrumentos. A destacar la inclusión de un nuevo servicio, el asesoramiento en materia de inversión, que ha supuesto, en el caso de España, la aparición de una nueva figura, la *empresa de asesoramiento financiero*, que está abierta a las personas físicas.

La nueva norma tiene implicaciones sobre todo para las empresas que prestan servicios de inversión, que incluyen también a las entidades de crédito autorizadas para prestarlos, tanto en su aspecto interno como externo, tal y como desarrolla el artículo de **Antonio Moreno Espejo y Rodrigo Buenaventura Canino**. En el primer caso se trata de imponer a dichas empresas unos requisitos organizativos, incluyendo su gobierno corporativo y su estructura interna, mientras que en el segundo se persigue exigir un conjunto de normas de conducta en la relación con los clientes, cuya protección pasa a elevarse de modo significativo con respecto a la situación anterior.

Ambas vertientes están estrechamente relacionadas, como recalcan los autores citados, ya que las exigencias internas también se orientan a la protección de los inversores, además de imponer una cultura de control a las entidades, que exige de éstas el desarrollo de sistemas que controlen eficazmente sus riesgos y los conflictos de interés a que puedan verse sometidas, evitando en lo posible sus consecuencias negativas. Dichos sistemas incluyen funciones tales como el cumplimiento normativo, la auditoría interna, además del control de riesgos propiamente dicho.

La MiFID afecta también a los mercados secundarios, especialmente los de renta variable, a los que se somete a un mayor nivel de competencia, no sólo entre sí, sino también con dos tipos de plataformas de negociación alternativas a los mismos: los sistemas multi-laterales de negociación y los internalizadores sistemáticos (entidades que operan con sus clientes sin pasar por el mercado), rompiendo así el denominado principio de concentración de la regulación anterior, que reservaba para los mercados oficiales el monopolio de la negociación de las acciones y otros valores directamente relacionados con éstas, como los bonos convertibles. Aunque dicho principio tenía algunas excepciones en la situación precedente, éstas no estaban pensadas para los inversores minoristas.

Esta situación ha obligado a establecer unas condiciones de competencia equivalentes para cada una de estas plataformas, lo que ha aumentado en ellas la transparencia de precios y volúmenes negociados, tanto antes como después de la negociación. También ha provocado un mayor alcance del principio en la actuación de las entidades frente a sus

clientes conocido como de mejor ejecución, según el cual la búsqueda de las mejores condiciones para los clientes tiene que tener en cuenta la diversidad de plataformas de negociación disponibles y las posibles vías de acceso a las mismas.

El trabajo de **Cristóbal Espín Gutiérrez** profundiza en dos aspectos básicos del nuevo régimen de protección de los clientes en el ámbito de los servicios de inversión, que llega hasta unos niveles de profundidad a los que hasta ahora no se había llegado en la regulación financiera, prejuzgando su extensión en el futuro a otros ámbitos, como podrían ser los seguros y la banca, especialmente cuando los productos sean lo suficientemente complejos para despertar dudas acerca de su adecuación a los clientes a los que se intentan vender. Dichos aspectos básicos son, por un lado, la clasificación de los clientes y, por otro, su evaluación como tales. Ambos implican un importante principio de actuación para las empresas que prestan servicios de inversión: conocer al cliente, que no es realmente nuevo, todo lo contrario, pero que se ha hecho muy patente en la nueva regulación.

La clasificación de los clientes se refiere al hecho de que no todos ellos necesitan el mismo nivel de protección, teniendo en cuenta que ésta no es gratuita. Un mayor nivel de protección implica mayores costes para la empresa prestadora del servicio, que se intentarán repercutir a los clientes, pero también una menor flexibilidad en su actuación debido a la necesidad de seguir ciertos procedimientos y normas de conducta, que puede repercutir en los resultados del servicio prestado. De ahí que, básicamente, los clientes se diferencien entre profesionales y minoristas, siendo estos últimos los que no son profesionales, gozando de un significativo mayor nivel de protección que los primeros. La Directiva recoge también el concepto de contrapartes elegibles, que no es que no sean realmente clientes, sino que no se acogen a ningún nivel de protección como tales. En este sentido, como afirma el autor del trabajo comentado, se pueden considerar una subespecie de los clientes profesionales.

En todo caso, la clasificación de clientes en estas categorías tiene que cumplir ciertos requisitos y no es cerrada, en el sentido que un cliente que goce de un menor nivel de protección puede acogerse a uno mayor, incluso sólo para determinadas operaciones. En la dirección contraria, algunos clientes minoristas pueden, en determinadas condiciones, renunciar a su nivel de protección y actuar como profesionales.

La evaluación de los clientes puede ser de idoneidad o de conveniencia, y en ambos casos exige la obtención por parte de la entidad prestadora del servicio de la información necesaria para efectuarla de los clientes. La primera se aplica cuando a los clientes se les presta asesoramiento en materia de inversión o gestión de carteras, de tal manera que pueda recomendar o no los servicios de inversión e instrumentos financieros al cliente, en función de sus características. La segunda se refiere al resto de los servicios de inversión y tiene por objeto evaluar los conocimientos y experiencia del cliente en relación con dichos servicios, para que, en caso de que éstos no sean adecuados al cliente, éste sea advertido expresamente de ello.

El tercer trabajo de esta sección, de **Esteban Sánchez Pajares, Jorge Bela Kindelán y Álvaro Martín Enríquez** abandona el ámbito de los mercados de valores para referirse a los servicios bancarios. Aunque tiene también un trasfondo normativo, en este caso las diversas leyes que han ido regulando e impulsando lo que se denomina la sociedad de la información, tanto en general como en relación con los servicios bancarios, pone su énfasis también en otros aspectos más sustantivos, como el desarrollo del mercado, los avances en la facilidad de uso y la funcionalidad que ofrecen las entidades bancarias cuando prestan sus servicios a distancia y las mejoras en la seguridad del uso de Internet, principal canal, aunque no sea el único, que se utiliza actualmente para esa prestación a distancia.

Se da la paradoja de que en España ha habido un entorno regulador muy favorable al desarrollo de la sociedad de la información, pero al mismo tiempo se observa que su utilización es relativamente baja debido a una menor cultura digital de los clientes frente a los de otros países europeos. Esta situación puede cambiar sensiblemente en la medida en que tanto los servicios digitales se hagan más familiares para sus usuarios por el desarrollo de la tecnología, como que vaya progresivamente accediendo a dichos servicios la población actualmente joven con una intensa exposición a los medios digitales. Las entidades bancarias tienen un importante incentivo para estimular la utilización de estos servicios en su mucho menor coste de proceso de las transacciones.

La medición de resultados en el ámbito financiero

El dinero tiene dos características básicas que condicionan la medición de los resultados de las inversiones en que se materializa. Una es el tiempo, del que tradicionalmente se han ocupado las matemáticas financieras, y la otra el riesgo, uno de los principales centros de atención, por no decir el más fundamental, de diversos desarrollos de la moderna teoría financiera

El problema temporal se agudiza cuando el horizonte de inversión es multiperiodico, no sólo por la posible discrepancia entre el resultado de cada uno de los períodos y el resultado global, sino también por la posibilidad de que ese resultado dependa con mayor intensidad de factores exógenos, como puede ser la coyuntura económica o la buena o mala marcha de los mercados bursátiles. Una de las consecuencias de esta realidad la pone claramente de manifiesto esa coletilla que, por exigencia legal, tiene que acompañar a la publicidad basada en sus rentabilidades de vehículos como los fondos de inversión o de pensiones: las rentabilidades pasadas no prejuzgan rentabilidades futuras.

En este contexto hay que situar el trabajo de **Fernández Gómez-Bezarez Pascual, José Antonio Madariaga Ibarra, Javier Santibáñez Grüber y Amaia Apraiz Larragán**, sobre el denominado fenómeno de la persistencia aplicado a los fondos de inversión, según el cual los fondos bien gestionados en un período lo suelen ser también en el siguiente. Este fenómeno se plasma, por ejemplo, en que algunas medidas de los resultados en función del riesgo (*performance*) de este tipo de inversiones aplicadas en un período bajista resultan útiles para batir al mercado en una fase alcista posterior, lo que pone de manifiesto una cier-

ta memoria en estos resultados que justificaría el empleo de tales medidas en la gestión activa de los fondos, desmintiendo la hipótesis de eficiencia débil del mercado.

Los autores, cuya investigación empírica se fundamenta en una amplia base de datos de fondos de inversión de diversos países europeos, muestran que ese fenómeno es a su vez persistente, es decir robusto, frente a la utilización de diversas alternativas en el marco de análisis, como la utilización de un tipo de interés sin riesgo y de un periodo de análisis distintos, la consideración de varios indicadores de *performance*, así como de índices de referencia (*benchmark*) diferentes. Todo apunta a que la buena gestión, bien fundamentada, de las inversiones tiende a ser buena independientemente de las circunstancias del entorno y de las diferentes posibilidades de medirla.

Otra importante incertidumbre que pesa sobre la medición de los resultados financieros, que no ha recibido tanta atención en la literatura como el tiempo y el riesgo, gira en torno a la perspectiva privada o social con la que pueden medirse, algo que está cobrando mayor relevancia a medida que avanza el movimiento de la responsabilidad social de la empresa, un ámbito hoy por hoy sin regulación sustantiva en España, aunque ya ha habido algunas iniciativas oficiales en forma de informes o análisis sobre el tema que prejuzgan un mayor desarrollo futuro del mismo, en particular de sus exigencias informativas. Estas se centran en unas memorias de sostenibilidad, o de responsabilidad social, cuya información puede ser aprovechable para medir los progresos en este ámbito.

Esta es la base de partida del trabajo, muy documentado, de **José Mariano Moneva Abadía y Eduardo Ortas Fredes**, que se preocupan por la posible relación entre la publicación de este tipo de memorias y la valoración bursátil de la empresa, un planteamiento que puede parecer algo simplista, pero que responde a la mayor aceptación por parte de los inversores, algunos de los cuales pueden moverse expresamente por criterios de responsabilidad social.

Los autores encuentran una relación positiva, tanto para las empresas cotizadas en general en el mercado continuo español como para las específicamente financieras, en ambos casos con memoria de sostenibilidad publicada, lo que presupone que ésta es valorada positivamente por los inversores. Esta relación aparece como más intensa en el caso de las empresas financieras, lo que resulta coherente con las mayores implicaciones sociales de este tipo de empresas, en el sentido de que proporcionan vehículos de captación del ahorro y de provisión de financiación a los restantes sectores de la economía, aunque tampoco puede olvidarse su elevado peso en el mercado bursátil español.

La apertura internacional del sistema financiero: América Latina

Una de las facetas estructurales analizadas en el primer artículo de esta revista trata de la apertura al exterior de los sistemas bancarios europeos, en términos de la presencia en ellos de entidades procedentes de otros países, dentro y fuera de la UE, así como del negocio a que dicha presencia da lugar, distinguiendo entre las dos formas básicas de la misma: filiales y sucursales.

En esta parte de la revista se adopta una perspectiva similar, pero para el conjunto de América Latina, tal y como lo analizan en primer lugar, **Jesús Ferreiro Aparicio**, **Carmen Gómez Vega**, **Carlos Rodríguez González** y **Eugenia Correa Vázquez**, quienes siguen, bajo una perspectiva empírica, los procesos de liberalización financiera que han tenido lugar en la región. Estos tienen un importante antecedente en España cuando en 1978 se da entrada, por primera vez desde la guerra civil, a nuevos bancos extranjeros, inicialmente bajo ciertas restricciones, que concluyeron al final de 1992, a punto de ponerse en marcha el mercado único europeo, incompatible por definición con dichas restricciones, al menos para los bancos procedentes de otros países de su ámbito.

La atención en América Latina está plenamente justificada por cuanto es la zona en la que, por razones culturales y lingüísticas, pero también de potencial de crecimiento, se ha concentrado buena parte de la presencia internacional de las entidades bancarias españolas, que puede incrementarse en el futuro si se posicionan en ella algunas cajas de ahorros que están persiguiendo también su propia internacionalización. Esta presencia española, por otro lado, no se limita a empresas financieras, como nos recuerda el artículo que cierra esta sección y la parte monográfica de la revista.

A diferencia de lo ocurrido en España, en América Latina no se ha observado un mayor crecimiento económico ni una mayor estabilidad de éste, especialmente cuando se adopta un horizonte temporal amplio, lo que lleva a los autores mencionados a intentar explicar este hecho en términos de la falta de reformas económicas e institucionales con suficiente profundidad para aprovecharse de los efectos positivos del proceso sin experimentar sus posibles consecuencias negativas en forma, por ejemplo, de crisis financieras o cambiarias.

En términos de lo expuesto al principio de esta presentación sobre el sistema financiero como clave, esto quiere decir que la liberalización financiera tal vez sea una condición necesaria para elevar el crecimiento económico, pero no es siempre una condición suficiente. Los autores señalan también que el desarrollo financiero no puede identificarse de forma simplista con la liberalización financiera, una visión que no negamos en modo alguno, pero que no parece confirmada por la experiencia española, donde la liberalización ha estado muy presente en el desarrollo de nuestro sistema financiero.

La revista cierra su parte monográfica con un artículo, a cargo de **Ramón Casilda Béjar**, que analiza la experiencia internacional de la primera entidad financiera vasca, también centrada en América Latina, dentro de una consideración más general de la internacionalización de la empresa española, financiera y no financiera, en la zona. Como resultado de este proceso, dicha entidad ha pasado en relativamente poco tiempo de tener una presencia prácticamente doméstica a convertirse en un banco de referencia global, con la mayor parte de sus empleados situados fuera de España.

Este proceso de internacionalización, claramente exitoso, ha provocado que la entidad lo intente reproducir en los mercados asiáticos, a raíz del elevado nivel de crecimiento económico que están experimentando los países de la zona, y particularmente los dos más gran-

des: China e India. Al mismo tiempo, el banco ha consolidado una importante presencia en Estados Unidos, a fin de cuentas el mayor mercado financiero del mundo. Son dos zonas claves que tendrán que tener muy en cuenta las empresas españolas, financieras y no financieras, que pretendan aumentar su presencia internacional en el inmediato futuro.

La sección de *Otras Colaboraciones* se inicia con un trabajo de **Raquel Arévalo Tomé y M^a Soledad Otero Giráldez** que ofrece un análisis descriptivo donde muestra cómo se correlaciona la tenencia de la vivienda y un conjunto de características; se trata de un estudio pionero de la vivienda residencial a escala europea. A partir de una explotación exhaustiva de la base de datos PHOGUE compara en los principales países europeos la asociación existente entre la tenencia y distintas características relacionadas con el hogar, la vivienda y la persona responsable de la misma.

Ainhoa Herrarte Sánchez, Eva Medina Moral y José Vicéns Otero abordan el interesante y actual tema de la repercusión de la inmigración en el mercado laboral, a sabiendas de las especiales características y circunstancias españolas. Concretamente, el trabajo analiza el efecto que la entrada de población extranjera tiene sobre la posibilidad de encontrar un empleo para la población nativa. Utiliza el modelo de probabilidad Logit y la fuente de información principal son los microdatos de la Encuesta de Población Activa correspondiente a los primeros trimestres de 2005 y 2006.

Isidoro Romero Luna y José Fernández Serrano plantean el estudio de la heterogeneidad empresarial de la UE. Los autores identifican cuatro grandes grupos de países con problemáticas muy diferentes, tanto respecto a la incidencia del espíritu empresarial, como a la importancia y a las características de las pymes. La existencia de diferentes modelos empresariales requiere de políticas singulares diseñadas en función de las circunstancias y rasgos concretos que cada grupo tiene, al menos, de una alteración *ad hoc* del énfasis en un tipo de acciones u otro en función de las prioridades que puedan establecerse para cada grupo.

Por otra parte, ante la centralización de la política monetaria en la UEM, **Jorge Uxó González y M^a Jesús Arroyo Fernández** defienden la puesta en marcha de políticas fiscales más activas que sirvan para complementar la actuación de los estabilizadores automáticos a fin de garantizar suficiente capacidad de estabilización en aquellas economías que sufren perturbaciones específicas.

El sistema bancario europeo: un análisis estructural y algunas cuestiones de interés

Este artículo analiza las principales características del sistema bancario europeo, enfatizando el papel que juega en el mismo el sistema bancario español y su comparativa con los sistemas bancarios de los países europeos más representativos. Para ello, se aborda de forma pormenorizada la estructura del sistema bancario europeo, en términos poblacionales y de tipología de entidades, de volumen de negocio e internacionalización. A continuación, se estudia la composición del negocio bancario desde la perspectiva de los depósitos y los créditos. Por último, se pasa revista al estado actual de la supervisión del sistema bancario europeo, partiendo de las diferencias existentes en sus diferentes países y acabando con las distintas iniciativas de coordinación entre ellos a un nivel europeo.

Artikulu honek Europako banku-sistemaren ezaugarri nagusiak aztertzen ditu, Espainiako banku-sistemak bertan duen egitekoa eta Europako herrialde esanguratsuenen banku-sistemekiko horren erkaketa azpimarratuz. Horretarako Europako banku-sistemaren egiturari modu xehatu batean hel-tzen dio, populazioei eta entitate motei, negozio bolumenari eta nazioartekotasunari dagokienez. Ondoren, banku-negoziaren osaera aztertzen da, gordailu eta kredituen ikuspegitik. Azkenik, Euro-pako banku-sistemaren ikuskapenaren egungo egoera aztertzen da, horren herrialdeetan dauden ezberdinetatik abiatuz eta Europako maila batean horien artean dauden koordinaziorako ekimen ezberdinekin bukatuz.

We analyze the main characteristics of the European banking system, emphasizing the role the Spanish banking system plays compared to the most representative banking systems in Europe. In particular, we detail the structure of the European banking system in terms of number and variety of banks, size and foreign activity. We then consider the main features of business in the countries studied emphasizing the role deposits and credits play. We conclude analyzing their supervisory setup highlighting the differences among countries and the different steps for a better coordination between national supervisory authorities.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Estructura del Sistema Bancario Europeo
 3. Estructura de negocio
 4. La supervisión del Sistema Bancario Europeo
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: sistema bancario europeo, negocio bancario, diversidad bancaria, internacionalización bancaria, supervisión bancaria, inversión institucional.

Key words: European banking system, banking business, banking diversity, international banking, banking supervision, institutional investment.

Nº. de clasificación JEL: G21, G22, G23, G28

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo que se persigue con este trabajo es doble. Por un lado, intentar analizar algunos de los principales rasgos estructurales que presenta el Sistema Bancario Europeo (SBE), entendiendo por tal el correspondiente al conjunto de países de la Unión Europea (UE)¹, abordando su estudio desde la perspectiva del papel que en él representa el sistema bancario español. Por otro, al hilo del análisis precedente, se trata algunas cuestiones de especial interés y actualidad sobre el SBE, que también influyen en nuestro sistema bancario.

No puede olvidarse que este último tiene en su equivalente europeo la referencia internacional más relevante, no sólo porque sea parte integrante del mismo, sino porque, además, algunas entidades de crédito españolas operan, o pueden llegar a hacerlo, en otros países de los que configuran el SBE.

El SBE tiene un marco de análisis inexcusable en los informes que sobre el mismo publica anualmente el Banco Central Europeo (BCE). Nos referimos a los dos siguientes:

- 1) *EU banking structures*², publicado desde finales de 2002, el último de ellos BCE (2007b), y

¹ Esta precisión recuerda que, desde la perspectiva del mercado único europeo, el alcance del SBE se extiende a todo el Espacio Económico Europeo, al que, además de los países de la UE, también pertenecen Islandia, Noruega y Liechtenstein, una circunstancia que no consideramos especialmente relevante para los fines de este trabajo.

² Los dos primeros informes, 2002 y 2003, se titularon *Structural analysis of the EU banking sector* y el tercero, 2004, *Report on EU banking structures*. Como antecedentes a estos informes podemos citar BCE (1999a y b), primeros análisis publicados por el BCE sobre el SBE.

2) *EU banking sector stability*, disponible desde principios de 2003³, el último BCE (2007c),

a los que se podría unir un tercero⁴, circunscrito al área euro, que, tratando del sistema financiero en su conjunto, incorpora un estudio específico acerca de su sistema bancario: *Financial Stability Review*, que con periodicidad semestral, se publica desde diciembre de 2004, el último BCE (2007d).

En lo que se refiere al análisis estructural, este trabajo descansa, sobre todo, en la información que nos proporciona el primer tipo de estos informes, y en concreto, la base estadística que figura como anexo al mismo, que remonta al año 1997⁵ su fecha de inicio. Esta fecha resulta fácilmente justificable si tenemos en cuenta que la constitución del BCE data de mediados de 1998. De ahí que el horizonte temporal manejado abarque el período de unión monetaria desde el 1-1-1999 y el período inmediatamente anterior, del cual 1998 puede considerarse un ejercicio peculiar, una vez que en él se decide la identidad de los países de la UE que pondrán en marcha dicha unión. Por tanto, 1997 es el año apropiado para comenzar a efectuar un seguimiento de cuáles han sido las principales repercusiones de la unión monetaria sobre la evolución del sistema bancario.

³ Ese año se publicaron dos informes de este tipo, si bien el primero de ellos lo hizo en febrero, correspondiendo lógicamente al año anterior.

⁴ Sin olvidar otro tipo de publicaciones de la misma institución que puedan tener por objeto, aunque sea de modo ocasional, el SBE (artículos del *Boletín mensual*, *working papers*, *occasional papers*, etc.).

⁵ Los últimos informes recogen los cinco últimos años previos al de su publicación, cuatro en el caso de 2005, pero en el correspondiente a 2004 todavía aparece el año 1997.

1.1. Observaciones previas

Son varios los aspectos que debemos precisar antes de abordar el análisis detallado del SBE. El primero de ellos hace referencia a la rentabilidad bancaria, que tradicionalmente disponía de una fuente de datos que ha estado en algunos momentos bastante poco actualizada⁶. La base estadística manejada no incorpora información sobre la rentabilidad de los distintos sistemas bancarios analizados. Por este motivo, pero sobre todo por las divergencias que todavía existen entre los países en el tratamiento de partidas de la cuenta de resultados como provisiones, amortizaciones, plusvalías o minusvalías latentes, etc., que están poco o nada normalizadas, y por las obvias limitaciones de espacio que nos obligan a ser selectivos en los temas a tratar, hemos optado por no incorporar el estudio de la rentabilidad del negocio bancario en este trabajo, que en todo caso se deja para una ocasión posterior. La tendencia hacia una mayor diversificación de ese negocio con productos que no son propiamente bancarios, como los fondos de inversión o de pensiones, que incorporan mayores comisiones, explica que esa rentabilidad deba analizarse considerando los grupos financieros de las entidades bancarias.

El segundo aspecto está relacionado con la selección de países objeto de análisis. La fuente utilizada incorpora todos los países miembros de la UE, inicialmente 15 y luego 25, por lo que en sus agregados no se tiene en cuenta ni Rumania ni Bulgaria (que se adhieren a la UE el 1-1-2007), que, por el contrario, sí figuran en el último informe *EU banking structures*, aunque de forma separada y con datos disponibles únicamente para algunos de los temas tratados. El área

⁶ La última publicación disponible es OCDE (2005), aunque actualmente la base de datos online llega hasta 2005.

euro aparece, por análoga razón, compuesta por 12 países: Eslovenia (2007), Chipre y Malta (2008) se incorporan a la misma con posterioridad al último año de referencia, 2006.

Las implicaciones de estas observaciones son obvias: a efectos del análisis en este trabajo, el área euro es siempre la misma, no así la UE considerada, que se ha preferido no homogeneizar a efectos de comprobar si la ampliación del 1-5-2004 ha supuesto algún cambio en las tendencias detectadas para el conjunto de la UE previa a la misma, algo poco previsible a priori dada la escasa entidad relativa que tienen la mayor parte de los países que se adhieren a la UE en esa fecha.

Con el objetivo de analizar cuáles han sido las tendencias generales del SBE en los últimos años y a efectos de la exposición, se han tenido en cuenta dos importantes simplificaciones:

- 1) El horizonte temporal considerado es el conjunto del período, no los distintos años que lo componen, por lo que el análisis se centrará en los cambios observados entre el inicio y el final del mismo.
- 2) La relevancia para España de los países de la UE no es, lógicamente, la misma, de ahí que sólo diferenciamos los cinco mayores, incluyendo el nuestro, sin perjuicio de tomar como referencia los agregados tanto de la UE como del área euro en nuestro análisis comparado. Como veremos más adelante, el conjunto de grandes países de la UE acumula gran parte de la actividad del SBE.

De este modo, tratamos de centrar la atención en las tendencias que consideramos más relevantes para el análisis sin perdernos en detalles que, en algunos casos, aún siendo interesantes, podrían acabar

alejándonos del objetivo fundamental de este artículo. Seguimos así un método de análisis ya ensayada en Ontiveros y Valero (2008) para un amplio conjunto de indicadores económico-financieros.

La base de datos manejada apenas permite efectuar análisis de alto contenido descriptivo, independientemente de su relevancia para el tema elegido. Precisamente por ello, hemos querido tratar también algunas cuestiones de especial interés que pueden plantearse sobre el SBE, nuevamente sin ningún ánimo de ser exhaustivos, dadas las limitaciones del espacio disponible.

2. ESTRUCTURA DEL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

En este apartado del trabajo, nos ocupamos de un análisis comparado de algunos rasgos estructurales del SBE y de los principales países que lo componen en términos:

- 1) Poblacionales, fundamentalmente entidades, oficinas y empleados.
- 2) Volumen de negocio y concentración.
- 3) Internacionalización.

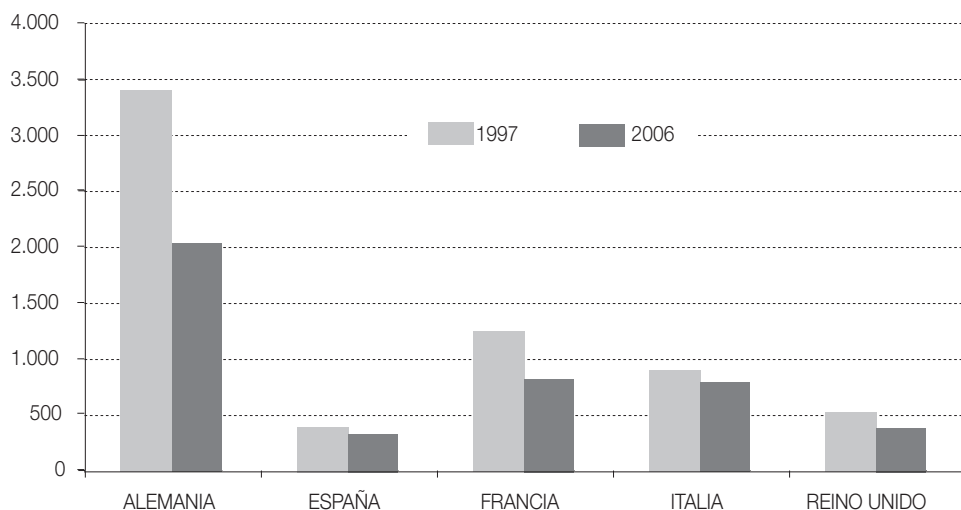
Al mismo tiempo, se incluye un epígrafe sobre la diversidad institucional de las entidades que forman el SBE.

2.1. Entidades, oficinas y empleados

Al término de 2006, en el SBE operaban un total de 8.441 entidades de crédito, que desarrollaban la gran parte de su operativa a través de 212.670 oficinas, hoy por hoy todavía el principal canal de distribución del negocio bancario en Europa. Estas cifras para el área euro eran de 6.130 entidades y de 180.695 oficinas para la misma fecha.

Con respecto al año 1997, estas cifras ponen de manifiesto la importante reduc-

Gráfico n.º 1
Número de entidades de crédito



	1997	2006
Área Euro-12	8.637	6.130
UE-15/25	9.624	8.441

Fuente: BCE

ción que en ambos casos se ha producido en el número de entidades que forman parte del SBE, que roza el 30% en el área euro, pero que es menor en la UE, 12%, en parte como consecuencia de la inclusión en el análisis de los nuevos países incorporados a la UE (gráfico n.º 1).

Este comportamiento, aunque es común a todos sus grandes países, se da con mayor intensidad en Alemania y Francia, con reducciones del 40% y el 34%, respectivamente. En el caso de España, la disminución ha sido bastante menos acusada, 15%, lo que podría llevarnos a pensar que existe margen para que en los próximos años tenga lugar una caída más intensa en el número de entidades en nuestro país. Sin embargo, este tipo de cuestiones deben contemplarse siempre desde una perspec-

tiva temporal más amplia, ya que es posible que algunos países, o algunas de sus entidades, hayan tenido antes las mismas transformaciones estructurales que se observan más tarde en otros. Así, por ejemplo, si consideramos el período 1985-2006, en España el número de cajas de ahorros y de cooperativas de crédito se reduce con una intensidad similar, algo por encima del 40%.

Con independencia de la evolución particular del número de entidades en cada país de la UE, lo que cabe esperar, en un entorno bancario cada vez más competitivo, en el que los márgenes y beneficios relativos se están viendo presionados a la baja, es que dicho número siga reduciéndose aunque quizás con menor intensidad que durante el período analizado, en el que han

coincidiendo el desarrollo del mercado único europeo con la puesta en marcha de la unión monetaria.

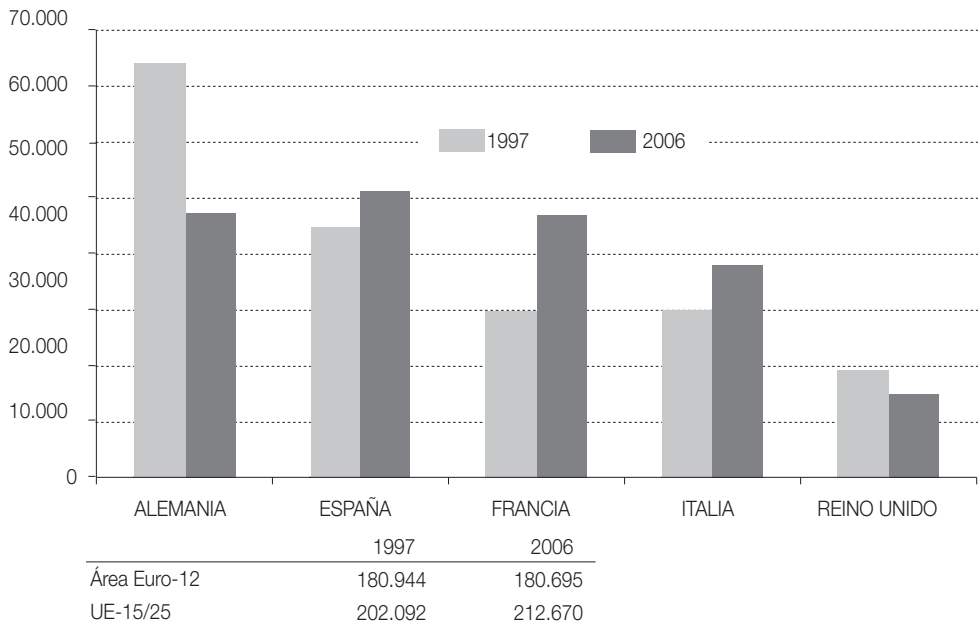
En general, estas reducciones en el número de entidades se producen como consecuencia de fusiones y adquisiciones de unas entidades por otras y no implican la presencia de crisis bancarias que puedan forzar la salida del mercado de algunas de ellas. Prueba de ello es que el número de oficinas se ha mantenido bastante estable en el período de estudio, tanto en el área euro como en el conjunto de la UE, en el que incluso aumentó ligeramente, un 5%.

Las disparidades surgen de nuevo en la comparación por países en consonancia con el modelo de negocio bancario predominante en cada caso. En economías

como Alemania o el Reino Unido, la emergencia de canales de distribución alternativos, como la banca *on-line*, y la búsqueda de una mayor eficiencia por parte de las entidades de crédito justifican la caída registrada en su número de oficinas. Por el contrario, en Francia, Italia y España, la banca relacional y de cercanía al cliente no parece estar cediendo mucho terreno a las nuevas tecnologías y la densidad de su red comercial ha continuado incrementándose, con un aumento del número de oficinas en el 57%, 26% y 15%, respectivamente (gráfico n.º 2).

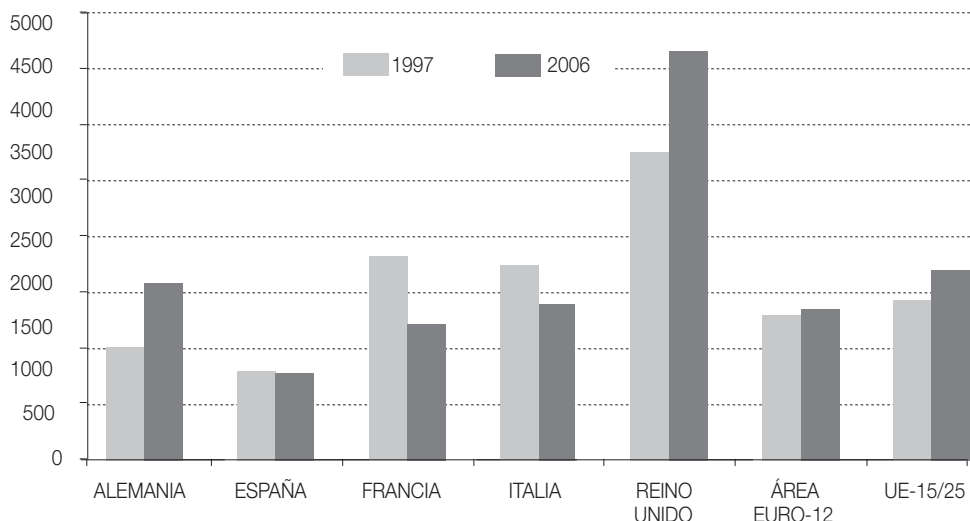
No obstante, en el caso de Francia hay que tener en cuenta un hecho singular como fue la constitución a finales de 2005 de una nueva entidad de crédito, *la Banque*

Gráfico n.º 2
Número de oficinas locales



Fuente: BCE

Gráfico n.º 3
Número de habitantes por oficina



Fuente: BCE

Postale, que incorporó buena parte de las anteriores oficinas postales como sucursales propias (unas 12.500), según consta en el propio informe del BCE.

En todo caso, lo más relevante es que, mientras países como España siguen apostando por la banca de proximidad como modelo de negocio predominante, otros optan por reestructurar su red en busca de un mayor ahorro de costes y como respuesta al desarrollo de los canales alternativos de distribución de servicios financieros, como la banca por Internet o la banca telefónica. No resulta casual que BCE (2007b) recoja, como un área específica de estudio, algo que es habitual en cada una de las sucesivas ediciones de este tipo de informe, los canales de distribución en la banca minorista, que incluyen, además de las oficinas tradicionales, los canales telemáticos, como el teléfono o Internet, cuya

utilización está muy condicionada por el grado de penetración y el coste relativo de la banda ancha en cada país.

Si centramos la atención en la red de oficinas, el número medio de habitantes que atiende cada una de ellas nos da una idea de cuál es el grado de saturación del sistema y, en cierta medida, de la calidad de servicio, en términos de la capacidad de atención y el coste de desplazamiento, que las entidades de crédito prestan a sus clientes. Cuanto menor sea este ratio, más densa es la red comercial.

España presenta al término del período considerado una cifra comparativamente bastante baja, de poco más de 1.000 habitantes por oficina, frente a 2.183 y 1.744 de media de la UE y del área euro, respectivamente, y muy lejos de las correspondientes al resto de los grandes países, encabezados por el Reino Unido (4.700) y Alemania

(2.045), que, condicionando la tónica general, tanto de la UE como del área euro⁷, disminuyen su densidad de oficinas al elevarse dicho ratio un 32% y un 58%, respectivamente (gráfico n.º 3). En España, la reducción es pequeña, aunque significativa, 2,5%, si se compara con Italia o Francia.

Además de las oficinas, otra de las variables clave a la hora de valorar la vinculación de un sistema bancario con la población a la que atiende es el número de empleados del que disponen las entidades de crédito. En el conjunto de la UE la plantilla bancaria supera los 3 millones al término del período, con un aumento del 11% sobre el momento inicial. Para el área euro se repite la estabilidad observada en la evolución del número de oficinas, con casi 2,2 millones de empleados. En este caso, entre los grandes países, sólo Alemania experimenta un descenso apreciable, casi del 10%, mientras España y Francia registran aumentos moderados, 6,5% y 5%, respectivamente, en consonancia con la elección del modelo de banca de proximidad antes mencionado (gráfico n.º 4). Este patrón de comportamiento responde a las tendencias divergentes observadas en la evolución del número de oficinas. Por ejemplo, en Alemania el número de empleados se reduce porque también lo hace el número de oficinas. La tendencia opuesta es la que se observa en España: aumenta el número de empleados para atender las mayores necesidades de personal que exige un número de oficinas más elevado.

Sin embargo, y con independencia de cuál haya sido la evolución de la plantilla de las entidades de crédito, lo que se ha producido en todos los países analizados, es un incremento de la productividad media de

sus empleados (cociente entre los activos totales de las entidades y el número de empleados). España destaca por haber sido el país que registra un mayor aumento en estos términos, pese a mantenerse su número de empleados prácticamente inalterado durante el período de referencia. Alemania presenta una productividad media de sus empleados similar a la de España, que en todo caso es inferior a la de la media del área euro y se sitúa muy por debajo de Reino Unido, el país que posee los niveles más elevados en ambos años de referencia.

Otra forma de ver esta diferente orientación estratégica es analizar el comportamiento de la cifra de empleados por oficina, que, en media, se sitúa al final del período en el rango 12 (área euro) y 14 (conjunto de la UE) empleados, pero que presenta niveles más elevados en el Reino Unido (35) y Alemania (17). En España desciende a 6, mientras que, entre medias, Francia e Italia se acercan a 11. Lo más significativo, sin embargo, es que los dos primeros países mencionados aumentan esta cifra en el período de estudio, mientras los restantes la disminuyen (gráfico n.º 5).

En el caso concreto del Reino Unido, el hecho de que presente un ratio empleados/oficinas casi tres veces el del área euro tiene que ver con el modelo anglosajón de un sistema financiero más orientado a los mercados que a la banca y con sus implicaciones en el negocio bancario. Un mayor predominio de la banca mayorista como segmento de negocio requiere de un menor número de oficinas, pero, a la vez, de un número de empleados suficiente con capacidad para operar en los mercados financieros.

De cara al futuro son varios los determinantes que acabarán condicionando el crecimiento del número de empleados en el SBE:

⁷ En este caso, obviamente, sólo Alemania.

- a) la tendencia a una mayor implantación de los canales de distribución alternativos,
- b) la búsqueda de una mayor eficiencia y reducción de costes para hacer frente a la intensificación de la competencia en el sistema, resultado del desarrollo del mercado único y
- c) la necesidad de mantener la capacidad de servicio al cliente, incluyendo todo lo relativo a las tareas comerciales.

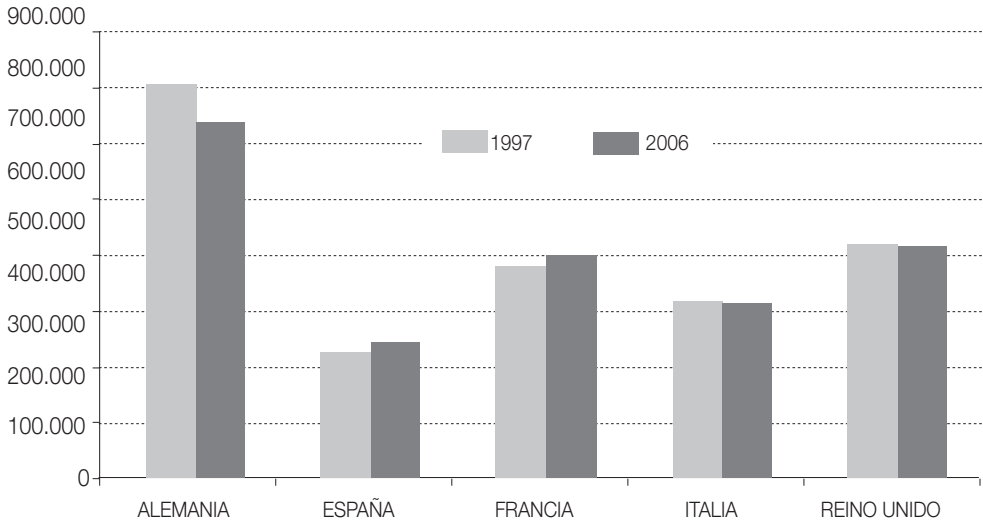
La conjunción de estos factores permite anticipar una cierta estabilización en el tamaño de las plantillas o incluso su aumento en aquellos países intensivos en factor trabajo en el desarrollo de su actividad bancaria.

2.2. **La diversidad de las entidades bancarias europeas**

El elevado número de entidades presentes en el SBE y su intensa reducción en el tiempo plantea diversas cuestiones, entre las que vamos a ocuparnos de dos que han sido objeto de especial atención en los últimos tiempos tanto por las autoridades de la competencia y las asociaciones europeas representativas de cada tipo de entidades como por los estudiosos en la materia. Ambas cuestiones están relacionadas entre sí:

- 1) La diversidad entre esas entidades, en particular desde una perspectiva institucional, fundamentalmente su forma jurídica y la mayor o menor apertura

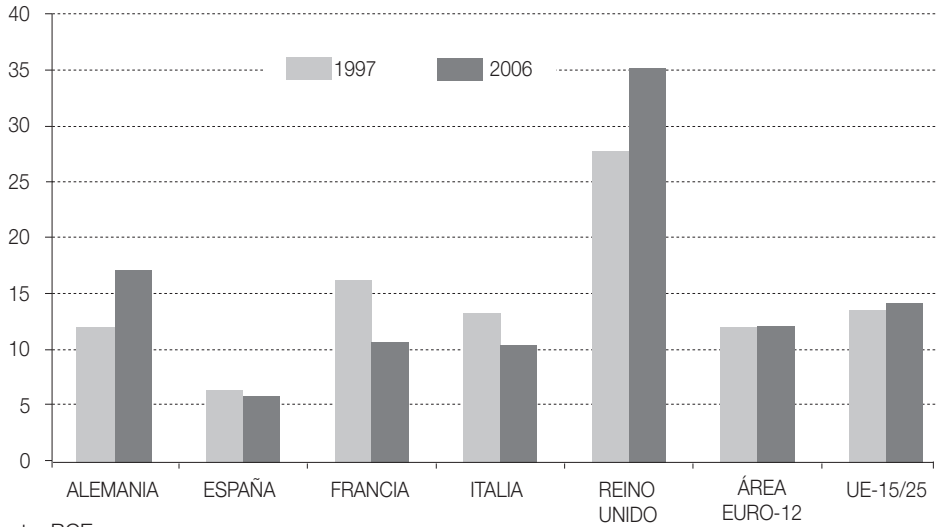
Gráfico n.º 4
Número de empleados



	1997	2006
Área Euro-12	2.198.502	2.198.698
UE-15/25	2.745.170	3.050.006

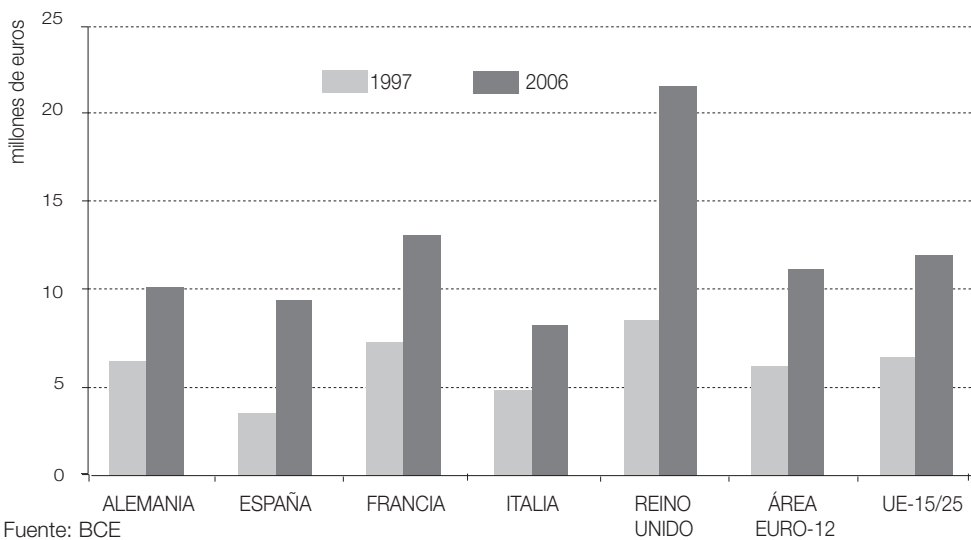
Fuente: BCE

Gráfico n.º 5
Número de empleados por oficina



Fuente: BCE

Gráfico n.º 6
Productividad media de cada empleado
(activos totales / empleados)



Fuente: BCE

que la misma puede suponer a su adquisición por otras entidades.

- 2) La consolidación del mercado bancario europeo y la mayor concentración que la misma implica, extremo este último que recoge el tipo de informe que estamos manejando en este trabajo, por lo que lo trataremos posteriormente.

La conexión entre ambos temas se deriva de una línea de pensamiento, que ha sido defendida por la Federación Europea de Banca, EBF (2005), según la cual, si la consolidación del SBE es un objetivo deseable, por las economías de escala y alcance que podrían derivarse de la misma, determinadas figuras institucionales de entidades de crédito, como las cajas de ahorros o las cooperativas de crédito, serían anticompetitivas, porque no facilitan ese proceso de consolidación.

Por esas mismas fechas, la Comisión Europea puso en marcha una investigación sobre la competencia en el sector de la banca minorista, cuyos documentos finales, CE (2007a y b), no se pronuncian sobre la cuestión anterior, ni tampoco sobre el posible carácter anticompetitivo de la cooperación entre entidades, que es bastante común entre las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito, aunque dejan la puerta abierta a una posible investigación donde hubiera problemas de competencia.

De hecho, este tipo de problemas ya habían sido detectados y resueltos respecto a las cajas de ahorros de algunos países, fundamentalmente de Alemania, debido a su tradicional y amplio sistema de garantías públicas, que se ha tenido que dismantelar, tal y como se analiza en AFI (2003), págs. 332-336. Sin embargo, este tipo de situaciones no pueden trasladarse, sin más, a las entidades similares de otros países, entre otras razones porque, aunque utilicen denominaciones equivalentes, el parecido

semántico oculta diferencias institucionales muy importantes, véase Valero (2003).

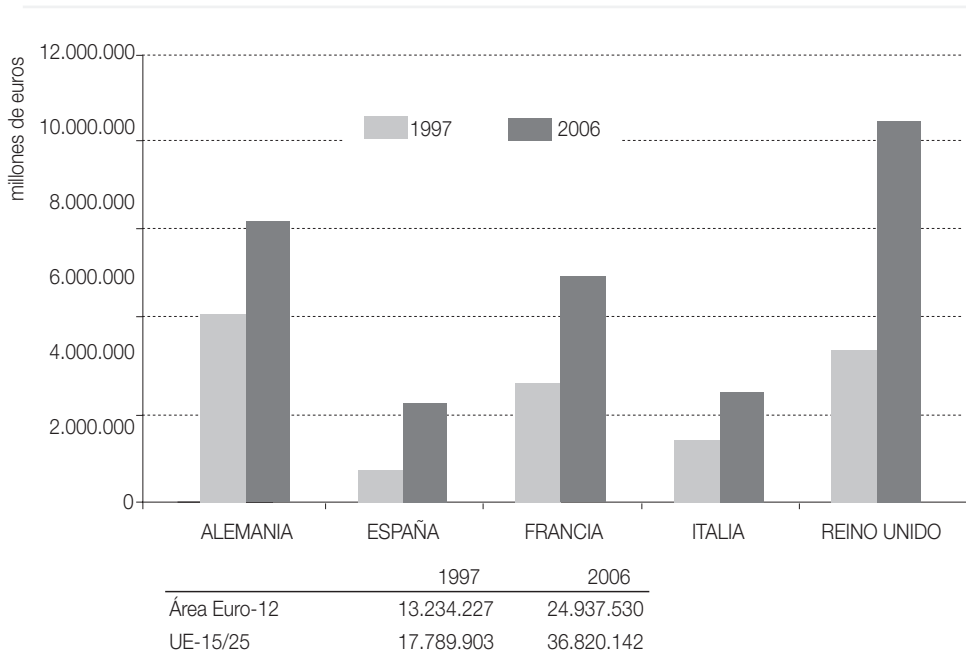
Por otro lado, al margen de que puede discutirse que la consolidación del sistema bancario sea un objetivo tan deseable como a veces se presupone, especialmente desde la perspectiva de la competencia, la elevada tasa de reducción del número de entidades que antes hemos señalado para las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito españolas, muestra claramente que estructuras de propiedad que son consideradas peculiares no son, por sí mismas, incompatibles con dicho objetivo.

En todo caso, la cuestión ha despertado diversas investigaciones, entre las que destacamos, en el caso de España, el número monográfico sobre la competencia en los servicios financieros minoristas de *Papeles de Economía Española*, uno de cuyos trabajos trata de la diversidad institucional y la cooperación entre entidades, Carbó y Rodríguez (2007b).

La diversidad institucional de las entidades de crédito europeas no ha recibido especial atención por parte de la autoridad monetaria europea, que ya la tenía en cuenta en BCE (1999b) como un elemento más de caracterización del SBE, porque resulta, en general, irrelevante para su principal misión, la política monetaria del área euro⁸.

⁸ Esto no impide que dicha diversidad institucional pueda tener otras implicaciones de interés para el BCE, por ejemplo, la estabilidad financiera. En el caso de España puede decirse que es así en la medida en que el registro histórico de las crisis de entidades es muy diferente para las cajas de ahorros, en relación, sobre todo, con los bancos, pero también con las cooperativas de crédito, como muestran las actuaciones de sus respectivos fondos de garantía de depósito a lo largo del tiempo. Sin embargo, como este mismo caso pone de manifiesto, tampoco aquí puede separarse la diversidad de las instituciones del país al que pertenecen.

Gráfico n.º 7
Activos totales de las entidades de crédito



Fuente: BCE

2.3. Volumen de negocio y concentración

Mientras que el número de entidades de crédito ha disminuido, tanto en la UE como en el área euro, su volumen de negocio, medido por el importe de los activos totales, ha aumentado de forma muy significativa durante el horizonte temporal manejado: en el área euro lo ha hecho un 88% y en el conjunto de la UE un 107%, porcentajes que superan con claridad España, con casi un 200%, y el Reino Unido, con algo más del 150% (gráfico n.º 6). En este sentido, el distinto desarrollo económico y financiero de la mayor parte de las economías europeas ha tenido mucho que explicar.

Sin embargo, más que la evolución del negocio absoluto, interesa analizar la pro-

fundidad bancaria de la economía, es decir, el peso del negocio bancario sobre el PIB. La ventaja de este indicador relativo es que, al estar expresadas ambas variables en unidades monetarias corrientes, elimina el efecto de la inflación y facilita la comparación entre países donde los activos totales y el PIB están denominados en distintas monedas.

La profundidad bancaria, expresada en porcentaje sobre el PIB, supera al término del período considerado el nivel del 500% en el Reino Unido, mientras que España se sitúa a poco más de la mitad de dicho nivel. Ambos países son, entre los grandes de la UE, los que registran mayor crecimiento porcentual de este indicador, por encima del 50%, superior al que se observa en el

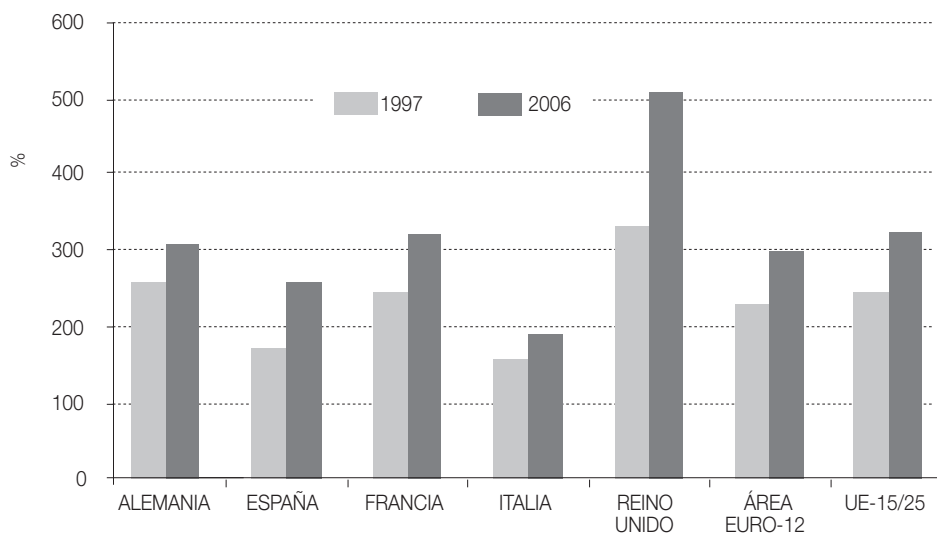
área euro y en la UE, que apenas alcanza el 30% (gráfico n.º 7). Resulta inevitable asociar las tasas de crecimiento del Reino Unido y España a la expansión económica que han vivido en los últimos años y al auge de sus mercados inmobiliarios, que a su vez ha impulsado el crecimiento del crédito hipotecario.

Como ocurría con el número de entidades, es tentador asociar la comparativamente baja intensidad bancaria de nuestro país, que entre los grandes de la UE sólo supera a Italia, a un mayor potencial de crecimiento de la actividad de sus entidades en el futuro, pero es precisamente la experiencia de este último país la que no permite apoyar la idea de que, a menor posición inicial, mayores aumentos a posteriori, y lo mismo podría decirse de Alemania y Francia respecto al Reino Unido.

Una comparación interesante es la que pone en relación el grado de bancarización de una economía y su profundidad financiera. La base estadística del BCE nos permite contrastar la profundidad bancaria con su equivalente en términos de la inversión institucional, compuesta a estos efectos por los seguros, los fondos y sociedades de inversión y los fondos de pensiones. El cuadro n.º 1 pone de manifiesto el contraste que existe entre ambas variables a finales de 2006.

Como cabría esperar, la profundidad bancaria es muy superior a la que presenta la inversión institucional, un patrón que comparten todos los grandes países de la UE. Sin embargo, lo que se extrae de esta comparación es la presencia de una relación estrecha entre la profundidad bancaria y la financiera así entendida: a mayor grado

Gráfico n.º 8
Profundidad bancaria
(activos totales de entidades de crédito/PIB)



Fuente: BCE

Cuadro n.º 1
Sistema bancario frente a inversión institucional
 2006

	Activos entidades de crédito/PIB %	Activos inversión institucional/PIB %
Alemania	308,5	89,3
España	257,7	63,8 a
Francia	319,7	136,5
Italia	189,3	62,1
Reino Unido	506,3	321,7
Área euro-12	297,6	122,1
Unión Europea- 25	321,5	148,5

Inversión institucional = seguros + inversión colectiva + fondos de pensiones

Fuente: Elaboración propia a partir de BCE (2007b).

de bancarización, mayor peso de los activos de inversión institucional sobre el PIB. La profundidad bancaria y la financiera en general son dos medidas habitualmente utilizadas para cuantificar el grado de desarrollo financiero de un país, véase BCE (2008b), págs. 21-36⁹.

A España todavía le queda, en principio, margen de recorrido para aumentar su profundidad bancaria, al situarse por debajo de la media del área euro y la UE. La distancia que presenta la economía española frente a los agregados de referencia es sustancialmente más elevada para la inversión institucional. Los fondos de inversión experimentaron un fuerte crecimiento en los primeros años noventa. Sin embargo, se estancaron a raíz de la unión monetaria y la crisis de la nueva economía. Posteriormente, la pérdida de ventajas fiscales y, sobre todo, los altos tipos de remuneración que están

dando los depósitos en consonancia con la lucha por la captación de pasivo de las entidades de crédito están dificultando su expansión.

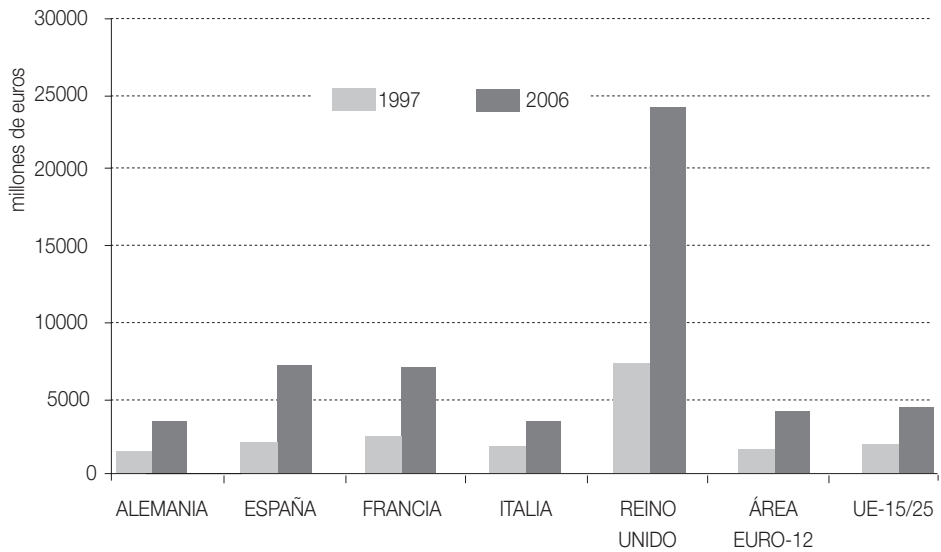
En lo que respecta a los fondos de pensiones y a los seguros, todo apunta a que en el futuro próximo van a recibir un empuje significativo debido a:

- a) la necesidad de completar las pensiones públicas; las perspectivas de éstas se está agudizando en la mayor parte de los países desarrollados debido al envejecimiento poblacional, y
- b) la mayor cultura de cobertura de riesgos por parte de los agentes económicos, en los distintos ramos del seguro, de vida y no de vida.

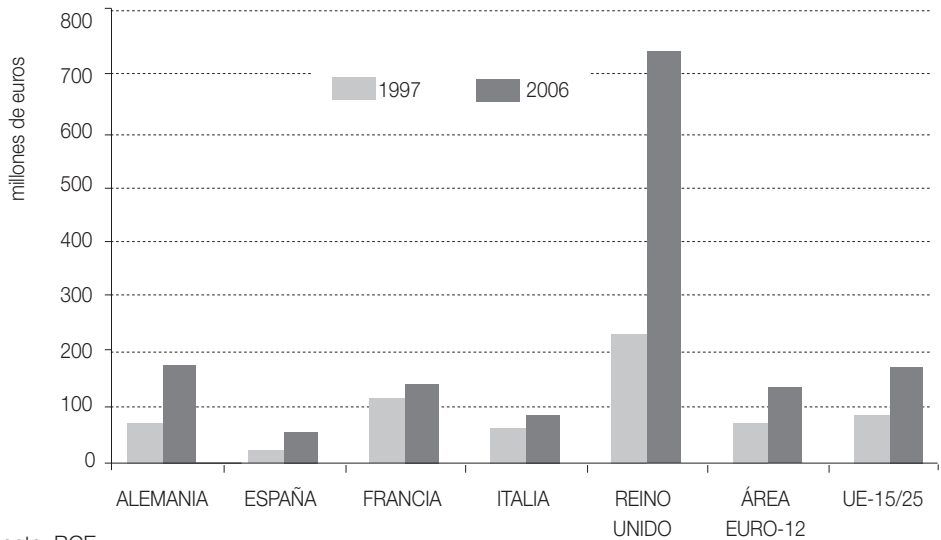
Retomando el análisis del SBE, combinando los activos totales y el número de entidades de crédito operantes en cada país, se puede determinar cuál es el tamaño medio de las mismas, algo igualmente extrapolable al número de oficinas (gráfico

⁹ Apartado especial sobre el tema «Financial development: concepts and measures».

Gráfico n.º 9
Tamaño medio de entidades de crédito y oficinas
Activos totales por entidad de crédito

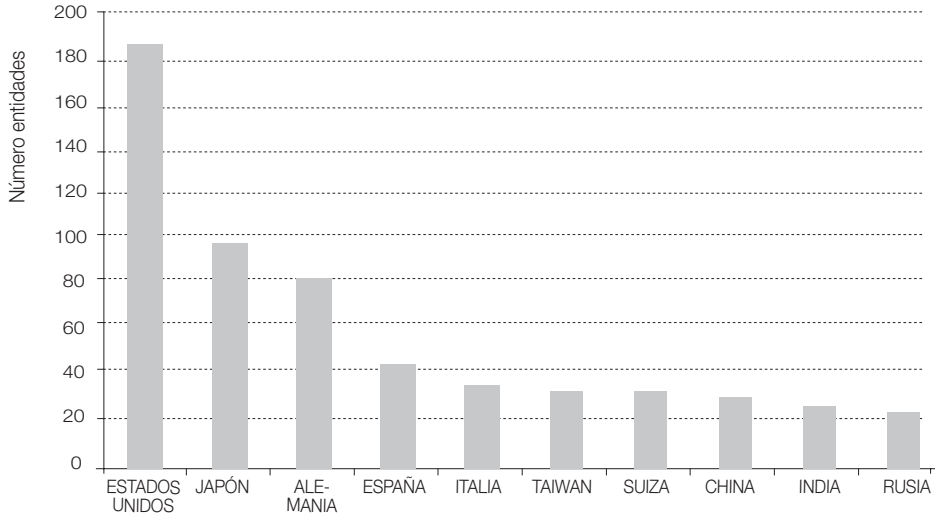


Activos totales por oficina de entidad de crédito



Fuente: BCE

Gráfico n.º 10
Países con mayor número de grandes bancos
 2006



El ejercicio de los bancos concluye en 12/06, aunque no siempre. Para los bancos japoneses, la fecha más reciente es 03/06.

Fuente: The Banker.

nº. 8). En cualquiera de los casos, el Reino Unido destaca sobremanera sobre el resto de países, con más de 24.000 millones de euros por entidad y 750 por oficina, que contrastan con los 7.150 y 60 millones, respectivamente, de España, algo lógico teniendo en cuenta que sus activos totales son sustancialmente superiores a los de España y su número de oficinas bastante inferior.

No es así en términos de crecimiento: España ha sido, entre los mayores países de la UE, el que más ha visto aumentar el tamaño medio de sus entidades, algo más del 250%. Las fusiones entre sus mayores bancos al inicio de la unión monetaria h29 an determinado esta evolución, que nos permite explicar algunas de las peculiaridades que se observan en los *ranking* banca-

rios, como es el de ámbito mundial que publica la revista *The Banker*.¹⁰ En el último de ellos, correspondiente a 2006, ni el Reino Unido ni Francia aparecen entre los países que aportan mayor número de entidades, pese a contar con importantes grandes bancos a escala mundial (gráfico n.º 9). Sobre el papel de las fusiones en la banca europea, puede consultarse Sanfilippo, García y Torre (2007) y Carbó y Rodríguez (2007a).

La realidad que acabamos de apuntar nos lleva a analizar la concentración del SBE, es decir, el grado en que la actividad de este sector está dominada o no por un

¹⁰ Obviamente, la misma consideración es válida para los *ranking* bancarios de ámbito regional, como los que publica la misma revista.

reducido número de entidades. La concentración puede medirse mediante diversos indicadores, de los que el BCE emplea los dos siguientes, aplicándolos primero sobre una base nacional:

- el índice Herfindahl, o Herfindahl-Hirschman (HH), que tiene en cuenta todas las cuotas de mercado de todas las entidades operantes en el sector, elevándolas al cuadrado y sumándolas¹¹, y
- C₅, que simplemente suma las cuotas de mercado de las cinco mayores entidades del sector.

Cuanto más alto es el valor de estos índices, más concentrado está el sector. Para el conjunto de la UE y el área euro, estos indicadores se calculan como medias ponderadas por el volumen de activos, aunque el BCE también proporciona las correspondientes cifras sin ponderar¹². Sin embargo, los valores iniciales manejados de C₅ no están ponderados.

En consonancia con la evolución en el número de entidades, no nos puede resultar extraño que la concentración aumente en todas las referencias manejadas. El hecho de que esto no ocurra, aparentemente, con las medias de C₅ para el conjunto de la UE y el área euro se debe a la circunstancia que acabamos de señalar, ya que, si empleáramos las medias sin ponde-

rar a ambos extremos del período, la concentración también subiría en ambos casos.

Puede observarse que el sistema bancario español es, entre los grandes países de la UE, el segundo más concentrado, según los dos indicadores empleados, pero siempre por debajo del nivel medio para la UE y el área euro, que sólo supera Francia. Los menos concentrados son, con diferencia, Alemania, seguida de Italia (gráfico n.º 10).

El aumento porcentual de los niveles de concentración es bastante similar en todos los países de referencia, excepto en el Reino Unido e Italia, que se quedan sensiblemente por encima y por debajo, respectivamente, de los demás.

En Europa el aumento de la concentración bancaria ha venido determinado principalmente por los procesos de fusión entre entidades. A medida que avanza el grado de integración del mercado europeo, no se descartan nuevas fusiones y, con ellas, una mayor concentración. Ahora bien, ello no significa que acabe reduciéndose la competencia dentro del sistema bancario o se comprometa la estabilidad financiera o la protección al consumidor, objetivos todos ellos básicos para la regulación del sector. Para un mayor análisis de la concentración bancaria en Europa puede verse BCE (2005) y Molyneux (2007).

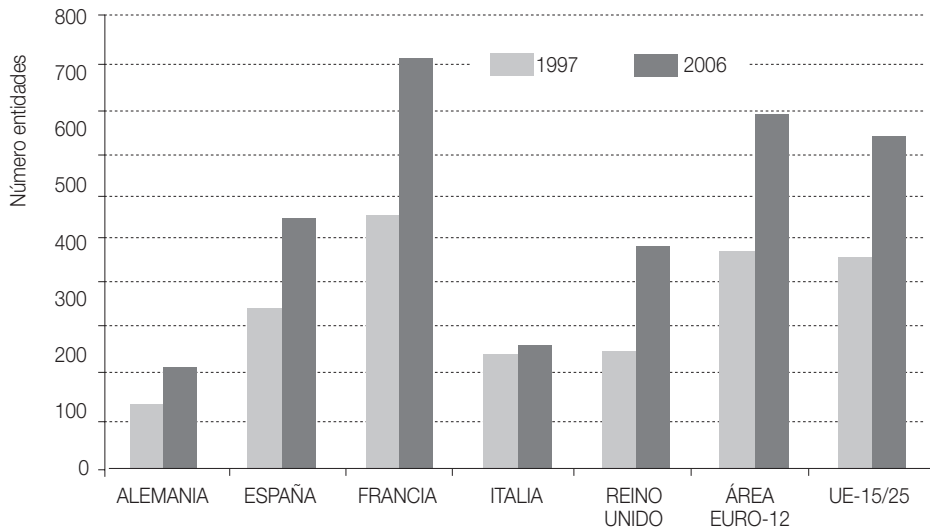
2.4. Internacionalización

Las estadísticas bancarias del BCE nos permiten analizar en qué medida cada uno de los sistemas bancarios de la UE está abierto a la presencia de entidades procedentes de otros países, dentro o fuera de la misma UE, aspecto que no distinguiremos a estos efectos, dado que lo que nos interesa es la apertura exterior global.

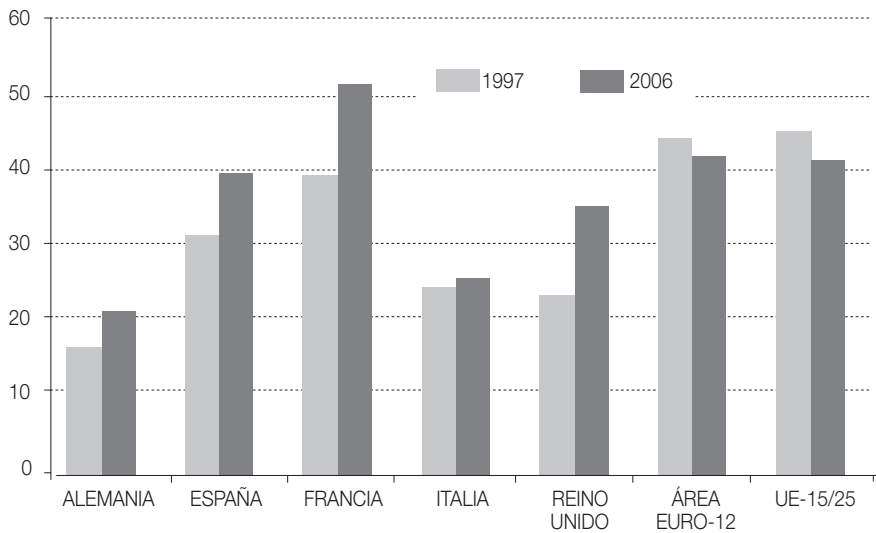
¹¹ Índice Herfindahl-Hirschman = $s_1^2 + s_2^2 + \dots + s_n^2$, donde s_n es la cuota de mercado de cada entidad operante en el sector de referencia. Si las cuotas las representamos como porcentajes, como hace el BCE, el indicador puede variar de 0 a 10.000.

¹² Las obvias dificultades de datos explican que el BCE utilice medias de países, además de que los mismos índices calculados para los conjuntos de la UE y del área euro serían, lógicamente, poco comparables a los valores nacionales, debido a la muy diferente amplitud del mercado.

Gráfico n.º 11
Concentración de activos totales de entidades de crédito
Índice de H.H.



Índice C_5



Fuente: BCE

Cuadro n.º 2
Índices de concentración bancaria

<i>Índice Herfindahl</i>							
	Alemania	España	Francia	Italia	Reino Unido	Área euro-12	UE 15
1997	114	285	449	201	208	383	373
2006	178	442	727	220	394	629	589
Variación (%)	56%	55%	62%	9%	89%	64%	58%

<i>Índice C5</i>							
	Alemania	España	Francia	Italia	Reino Unido	Área euro-12	UE 15
1997	17	32	40	25	24	45	46
2006	22	40	52	26	36	43	42
Variación (%)	29%	26%	31%	5%	50%	-5%	-8%

Fuente: BCE

Sí que diferenciamos las dos formas básicas de presencia operativa en el exterior que puede adoptar una entidad de crédito: la filial y la sucursal. La filial tiene personalidad jurídica y es una empresa de derecho nacional del país de destino, de manera que si una misma entidad extranjera tiene más de una filial bancaria en un país, cada una de ellas computa como una entidad diferente.

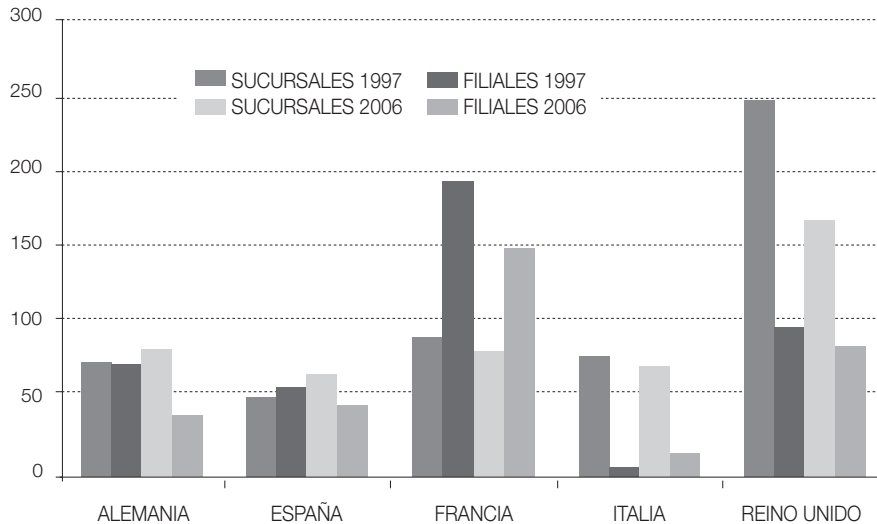
Por el contrario, las sucursales carecen de personalidad jurídica propia, como si fueran unas oficinas más de la entidad matriz, pero ubicadas en el extranjero. Por eso, cuando una entidad tiene más de una sucursal en un mismo país, todas ellas se consideran una única entidad.

En general, durante el período de análisis, el número de entidades con sucursales extranjeras se ha incrementado tanto en el

área euro como en el conjunto de la UE, con mayor intensidad en la primera, 10,5%, frente a casi el 8% de la segunda, gráfico n.º 11, lo que no resulta extraño ya que la Segunda Directiva 89/646/CEE, de 15 de diciembre de 1989, de coordinación bancaria, cuyo contenido está actualmente incorporado en la Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, sentó precisamente las bases para que el posterior desarrollo del mercado único bancario descansara en este tipo de presencia exterior.

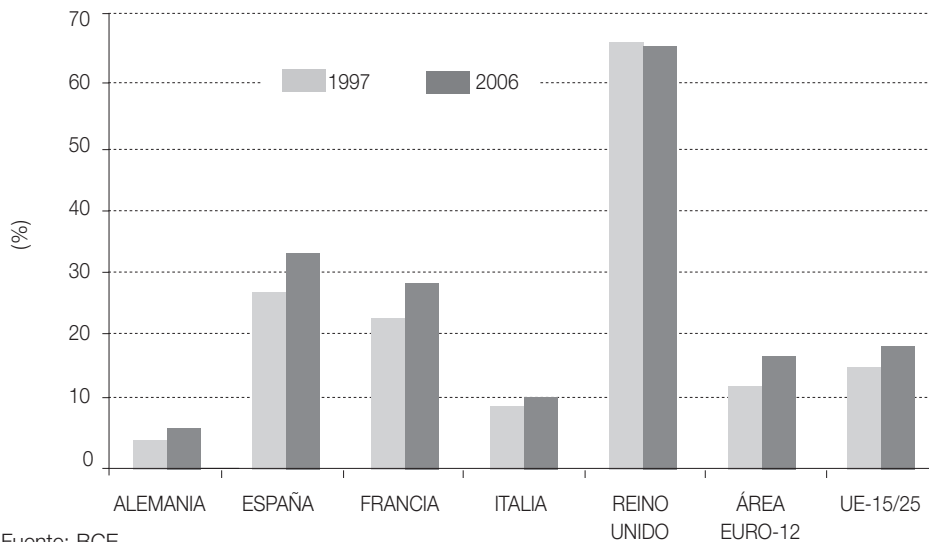
En cambio, las filiales se han incrementado en el conjunto de la UE (aunque de forma muy moderada, con un aumento inferior al 3% durante el período de análisis) y se han reducido de forma muy llamativa, un 18,5%, en el área euro. Aparte de que, en algunos casos, la conversión de las

Gráfico n.º 12
Sucursales y filiales extranjeras de las entidades de crédito



	Sucursales		Filiales	
	1997	2006	1997	2006
Área Euro-12	506	559	616	502
UE-15/25	781	843	734	754

Sucursales y filiales extranjeras sobre total de entidades de crédito



Fuente: BCE

anteriores filiales en sucursales puede reportar algunas ventajas a las entidades matrices, como una liberación de los recursos propios para otros usos o una mayor integración con la entidad matriz, al depender su supervisión de la autoridad competente del Estado de origen, debe tenerse muy en cuenta que la unión monetaria ha hecho innecesaria la presencia de filiales de una misma entidad matriz en diferentes países del área euro.

Esto se pone de manifiesto, sobre todo, cuando dicha presencia se fundamentaba en un mejor acceso a la moneda nacional o a los valores nacionales, como la deuda pública. Mientras que la primera ha dejado de ser nacional, la segunda, aunque sigue siéndolo, puede ser tratada como una alternativa más entre un conjunto de posibilidades con características muy similares entre sí. Pese a que no es un tema objeto de análisis en este trabajo, sus repercusiones sobre los mercados europeos de derivados de deuda pública han sido muy relevantes, como lo demuestra, en el caso español, el mercado MEFF Renta Fija, literalmente borrado del mapa.

Al término del período analizado, el número relativo de entidades que denotan una presencia extranjera en cualquiera de ambas formas, filiales o sucursales, es muy similar en la UE y en el área euro, en torno a un 18% del total, pero es muy dispar entre los grandes países europeos, siendo los extremos Alemania, poco más de un 6%, y Reino Unido, casi un 65%. España es el segundo país entre los grandes países de la UE por este criterio, con casi una tercera parte del total de entidades operantes.

El número de entidades perteneciente a cada una de las modalidades de presencia extranjera no prejuzga el volumen de negocio que puede llegar a captar cada una de ellas. En la UE y en el área euro el activo total de las filiales extranjeras supera al de

sucursales extranjeras, especialmente en el caso de dicho área. Este comportamiento se debe a que las sucursales, que también pueden ser adquiridas a otras entidades, representan en la mayoría de los casos negocios de nueva planta (*greenfield* en la terminología habitual en este ámbito), mientras que las filiales incorporan las entidades que son adquiridas por otras y, por tanto, aportan el volumen de actividad que éstas ya venían ejerciendo.

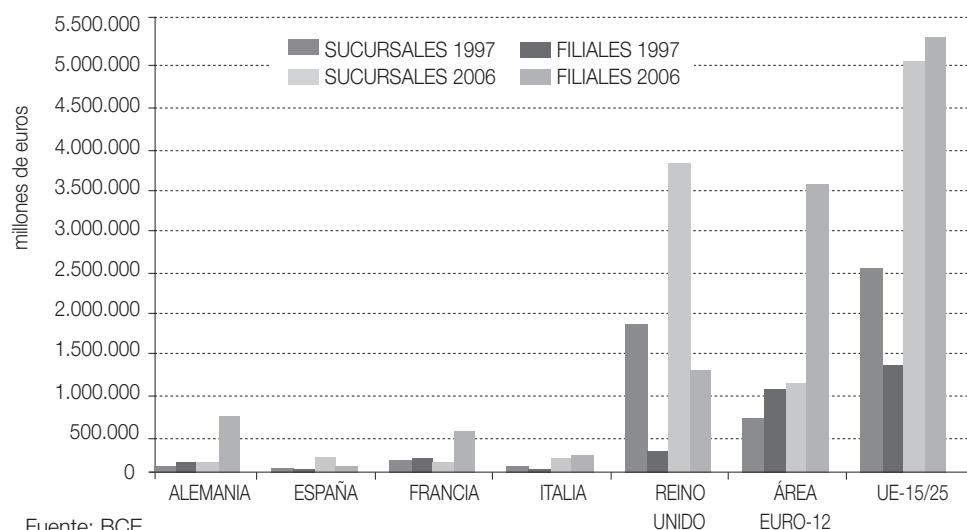
Esto explica que el incremento del negocio de las filiales extranjeras supere ampliamente al de las correspondientes sucursales tanto en la UE como en el área euro y en sus principales países, con la única excepción de España, donde la actividad de las sucursales crece un 245%, el mayor aumento registrado en los principales países de la UE, frente al 90% de las filiales. Para el conjunto de la UE los incrementos son 101% y 303%, respectivamente, mientras que para el área euro se sitúan en el 62% y 214%. Destacan los fuertes aumentos de la actividad de las filiales en, por este orden, Reino Unido, Alemania e Italia, que superan ampliamente las dos referencias colectivas manejadas (gráfico n.º 12).

Entre los grandes países del área euro, sólo en España tienen las sucursales extranjeras más actividad que las correspondientes filiales. Fuera del área, y pese a lo que acabamos de apuntar para este mismo país¹³, lo mismo sucede en el Reino Unido, pero de una forma muy manifiesta, ayudando a explicar que, para el conjunto de la UE, la actividad total de ambos tipos de presencia exterior esté más equilibrada.

Ahora bien, si cuantificamos la apertura exterior de cada sistema bancario de la UE

¹³ Los ritmos de crecimiento no prejuzgan necesariamente los importes totales. Es más, los primeros tienden a ser más elevados cuanto menores sean los niveles de partida.

Gráfico n.º 13
Activos totales de sucursales y filiales extranjeras



como el negocio captado por sucursales y filiales extranjeras conjuntamente sobre el total de los activos de las entidades de crédito operantes en cada país, observamos que todos los grandes países de la UE ofrecen una apertura exterior muy similar, en niveles del 11-13%. La excepción es el Reino Unido, donde dicha apertura supera el 50%, lo cual explica el hecho de que la apertura para el conjunto de la UE sea sensiblemente superior a la que se observa para el área euro (27% y 18%, respectivamente).

Entre los países del área euro, España es el único que ha reducido su apertura exterior en el período de referencia. La mayor pujanza del negocio interior con motivo de la expansión del crédito hipotecario asociada al auge del mercado inmobiliario y al fuerte crecimiento económico emerge como principal factor explicativo. Fuera del

área euro, algo similar le sucede a Reino Unido.

La creciente internacionalización de los sistemas bancarios de los países de la UE, con la consiguiente interpenetración entre los mismos, suscita diversas cuestiones acerca de su supervisión, un área que sigue siendo competencia nacional, del estado de origen de cada entidad, independientemente de su armonización más o menos intensa en el desarrollo del mercado único bancario europeo y de los mecanismos de coordinación a que haremos referencia más adelante en este trabajo.

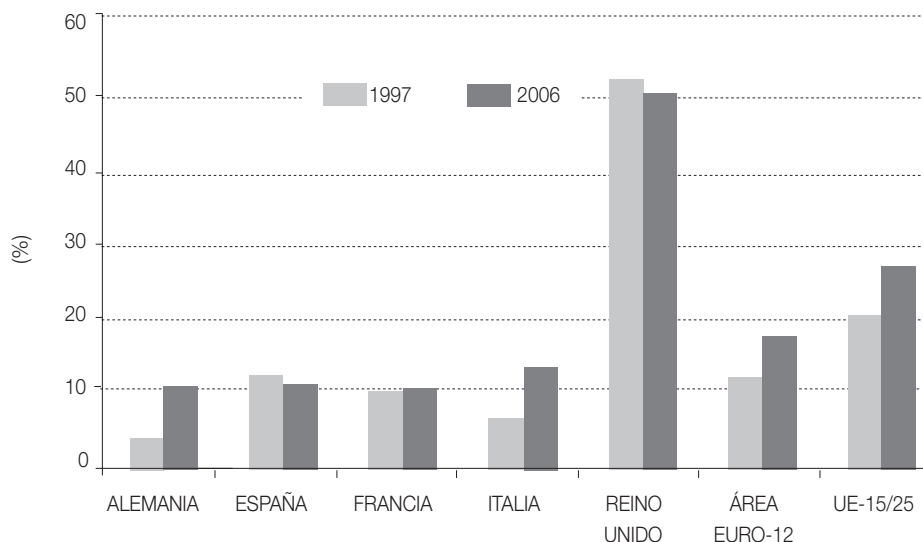
3. ESTRUCTURA DE NEGOCIO

Tal y como se refleja en las normativas de la UE y española, el negocio fundamental que define a las entidades de crédito como tales consiste en captar depósitos y otros

Gráfico n.º 14

Apertura exterior del sistema bancario

(activos totales de filiales y sucursales extranjeras sobre activos totales del sector)



Fuente: BCE

fondos reembolsables para conceder créditos¹⁴. Esto no significa que las entidades de crédito no puedan ejercer otras actividades¹⁵, ni que, por eso mismo, no puedan existir entidades de crédito cuyo negocio se aparte de la línea fundamental indicada, al margen de ese tipo peculiar que constituyen las entidades de dinero electrónico¹⁶.

Resulta lógico, por tanto, que la base de datos bancarios del BCE que estamos manejando proporcione información sobre los dos ejes en que se fundamenta el proceso básico de intermediación que ejercen las entidades de crédito, cuya relevancia ya señalaba BCE (1999b). Incluso, es razonable que dicha información sea más detallada por el lado del crédito, ya que de esta forma podemos analizar cómo las entidades financian a determinados agentes económicos o ciertas actividades.

¹⁴ Para la primera puede verse el art. 1 de la Primera Directiva, de 12 de diciembre de 1977, de coordinación bancaria, cuyo contenido aparece hoy incorporado en la ya mencionada Directiva 2006/48/CE; para la segunda véase el art. 1.1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas.

¹⁵ Véase el Anexo 1 de la Directiva 2006/48/CE, cuyo contenido procede de la antes citada Segunda Directiva de coordinación bancaria.

¹⁶ Introducidas como tales entidades de crédito por la Directiva 2000/28/CE, de 18 de septiembre de 2000, cuyo contenido actualmente forma parte también de la Directiva 2006/48/CE, independientemente de que la regulación específica de las mismas en la UE la constituya la Directiva 2000/46/CE, de la misma fecha.

En el análisis de los depósitos y los créditos se excluyen los de carácter interbancario, de ahí que lo que explicamos a continuación se refiera únicamente a los captados del resto de la economía o concedidos a él.

Cabe señalar que el conjunto de países elegidos como referencias para este trabajo presentan, en consonancia con su elevado tamaño, un peso muy elevado tanto respecto al área euro como al conjunto de la UE. En 2006 superaba el 70% del total en depósitos y préstamos en ambos casos, representando España en torno al 14,7% y 10,6% de ambos agregados, respectivamente.

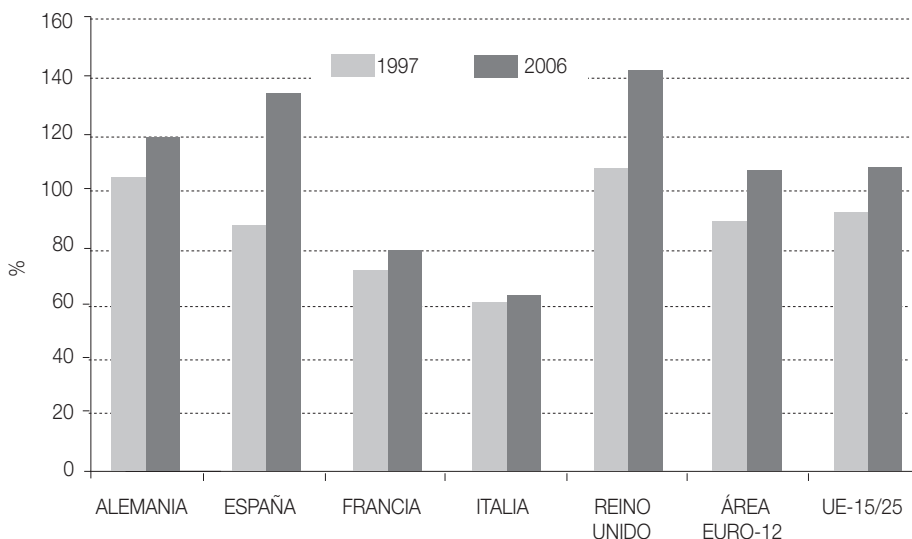
3.1. Depósitos

Los depósitos constituyen la principal fuente de financiación de las entidades ban-

carias en los países europeos. El menor coste relativo que presentan frente a otras alternativas, como la emisión de títulos valores, es sin, duda, la principal ventaja competitiva que ofrecen a las entidades, de ahí que en la mayoría de los casos la expansión crediticia venga acompañada de un crecimiento en los depósitos, si no de la misma magnitud, sí al menos la suficiente como para poder financiar parte del aumento del negocio.

Durante el horizonte temporal manejado, tanto en el área euro como en el conjunto de la UE, el crecimiento de los depósitos ha sido elevado, del orden del 75% en el primer caso y del 84% en el segundo. Estas referencias son ampliamente superadas por España, 203%, o el Reino Unido, 116%, mientras que el resto de los grandes países de la UE se sitúan muy por debajo, en el intervalo 40-60%.

Gráfico n.º 15
Grado de bancarización en depósitos
(depósitos/PIB)



Fuente: BCE

Este comportamiento tan dispar entre los principales países europeos exige analizar el grado de bancarización que, por el lado de los depósitos y en relación con el PIB, presenta cada uno de ellos. En el área euro y la UE las diferencias son prácticamente inexistentes: su grado de bancarización es muy similar (en torno al 105%) y también el incremento registrado en los últimos años. Como consecuencia del fuerte aumento de los depósitos captados, España, Reino Unido y, en menor medida, Alemania son las economías que presentan un mayor grado de bancarización: 135%, 143% y 120%, respectivamente. El contrapunto lo representan Francia e Italia (gráfico n.º 14).

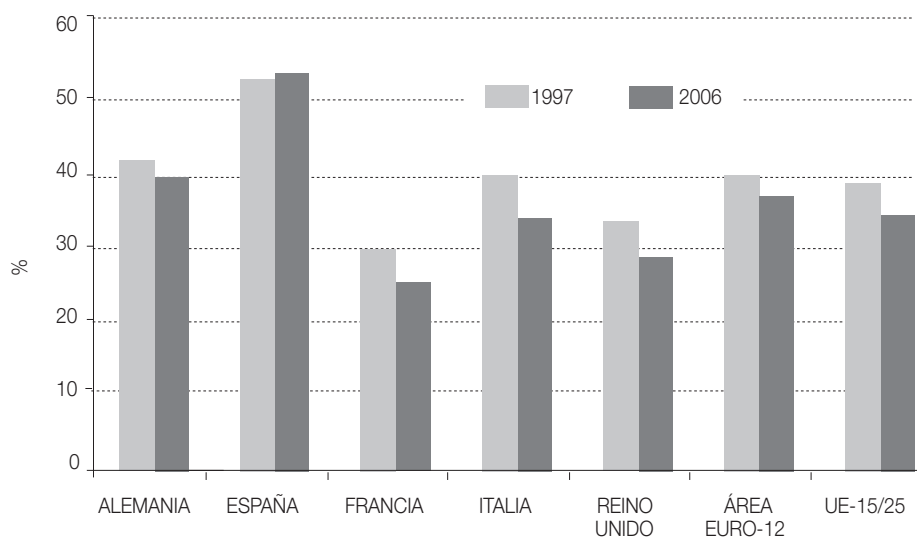
El aumento del grado de bancarización por depósitos ha estado en consonancia con la evolución de los importes absolutos antes expuestos: los avances son modestos en Italia y Francia, muy por debajo de las referencias europeas (en el área euro aumentó en 18 puntos porcentuales (p.p.) y

en el conjunto de la UE en 16), y muy significativos en España y el Reino Unido, 47 y 35 p.p., respectivamente.

Una cuestión bien diferente es el peso que los depósitos tienen en el total del balance bancario, y, dentro de éste, en qué medida los depósitos financian la inversión crediticia, aspecto este último que, por brevedad, no profundizamos en este trabajo. Con la excepción de España, en los demás países analizados la importancia relativa de los depósitos en el balance disminuye, entre los 2 y los 6 pp. (gráfico n.º 15). Este comportamiento responde a:

- a) la mayor dificultad con la que se encuentran las entidades de crédito para captar depósitos cuando los ahorradores disponen de fuentes de ahorro alternativas (es el caso de los fondos de inversión y de pensiones) y
- b) la mayor apelación a los mercados mayoristas de financiación como vía

Gráfico n.º 16
Depósitos sobre total de balance



para captar pasivo. En lo que respecta a esto último, España es un buen ejemplo de ello: el aumento de la titulación y de las emisiones de *covered bonds*¹⁷, en nuestro país las cédulas hipotecarias y territoriales, ha jugado un papel muy importante.

El peso de los depósitos en los balances bancarios es también mayor en España tanto al inicio como al final del horizonte temporal analizado, alcanzando en este último el nivel del 52,5%, que contrasta con las medias del área euro y de la UE, 36,2% y 33,8%, respectivamente. Entre los grandes países europeos, este peso es aún más bajo en Francia, 24,8%, y Reino Unido, 28,3%.

3.2. Préstamos y créditos

Para el análisis del activo bancario, y en concreto de los préstamos y créditos, se ha seguido el mismo esquema que el utilizado para los depósitos. Ya hemos mencionado anteriormente el peso que tienen en los dos agregados los países utilizados como referencia en este trabajo y, en particular, España.

La inversión crediticia es la partida con más peso en el activo de las entidades bancarias europeas. Su expansión, significativa en la mayoría de los países en los últimos años, ha sido fruto tanto de la etapa de bonanza económica (pese a las diferencias registradas, las principales economías europeas tendieron a crecer en torno a su respectivo potencial) como, en algunos casos,

de la expansión del mercado inmobiliario y, con él, del préstamo hipotecario. En lo que se refiere a nuestro país, el sistema bancario fue sin duda uno de los factores que más impulsó dicho mercado al facilitar, con tipos de interés más bajos y una mayor predisposición a concederlos, que se superasen las barreras a la compra de vivienda con la obtención de préstamos hipotecarios por parte de sus adquirentes.

De hecho, son los países que experimentaron un *boom* inmobiliario donde el crecimiento de la inversión crediticia ha sido mayor: España, con un 288%, y el Reino Unido con un 117%. Francia, Italia y, sobre todo, Alemania (sólo un 20%) se sitúan a una distancia considerable de ambos.

Si comparamos el crecimiento de los préstamos y de los depósitos observamos que, con la excepción de Alemania, donde el diferencial supera los 21p.p. a favor de los segundos, en todos los demás países la balanza se inclina a favor de los primeros, de forma poco llamativa para Reino Unido, área euro y conjunto de la UE (2, 8 y 10 p.p., respectivamente), pero muy intensa en España, 86 p.p. e Italia, 42 p.p. Resulta lógico que en una fase del ciclo expansiva como ha sido el período analizado, con sectores como el inmobiliario demandando financiación en cantidades importantes, los préstamos crezcan más que los depósitos. Ahora bien, cuando lo hacen con mucha más intensidad, se acaban generando tensiones de liquidez cuya solución requiere que las entidades prestamistas busquen otras alternativas de financiación como la emisión de valores en los mercados mayoristas.

De nuevo, lo relevante es ver el grado de bancarización que presenta Europa en términos de los préstamos. Con la excepción de Alemania, los demás grandes países europeos, junto con los dos agregados manejados, incrementan el peso del préstamo bancario sobre el PIB. En el área euro

¹⁷ Los *covered bonds* son valores cuyo pago de intereses y devolución del principal están garantizados por una cartera de activos pertenecientes a la entidad emisora, que juegan un papel de garantía, de forma que, si es necesario, los intereses y los fondos recibidos de dichos activos se destinan prioritariamente a atender las obligaciones frente a los inversores.

y la UE la importancia relativa de los préstamos en la economía alcanza el 130% en 2006, un porcentaje que superan España y Reino Unido y que no alcanzan Francia e Italia. En lo que respecta a su variación en el intervalo de estudio, cae en Alemania, aunque de forma modesta (4,4 p.p.), y se incrementa con fuerza en España, 81 p.p., y Reino Unido, 41 p.p. (gráfico n.º 16).

Al igual que ocurre con los depósitos, el crecimiento de la inversión crediticia no necesariamente tiene que venir acompañado de un mayor peso sobre el total de balance. Si exceptuamos a España e Italia, donde ambos elementos van de la mano, en los demás países los préstamos pierden importancia en el activo de las entidades a favor de la cartera de valores o el mercado interbancario. Lo hacen con especial intensidad

en Alemania (-10,5 p.p.) y Reino Unido (-5 p.p.). En última instancia, lo que se pone de manifiesto es el mayor grado de diversificación que ha adquirido el negocio bancario en el período analizado en algunos países europeos.

España termina siendo el país donde los préstamos tienen mayor peso en balance, casi un 64%, cuando no era así al comienzo del período, muy por encima de los niveles medios del área euro y de la UE. Entre los grandes países europeos, este peso es inferior en Francia y el Reino Unido, mientras que Italia se sitúa por encima de la media (gráfico n.º 17). Con el objetivo de profundizar algo más en la composición del crédito bancario, analizamos brevemente a continuación tres modalidades de préstamos, según su finalidad: financiación a las

Gráfico n.º 17
Grado de bancarización en préstamos
(préstamos/PIB)

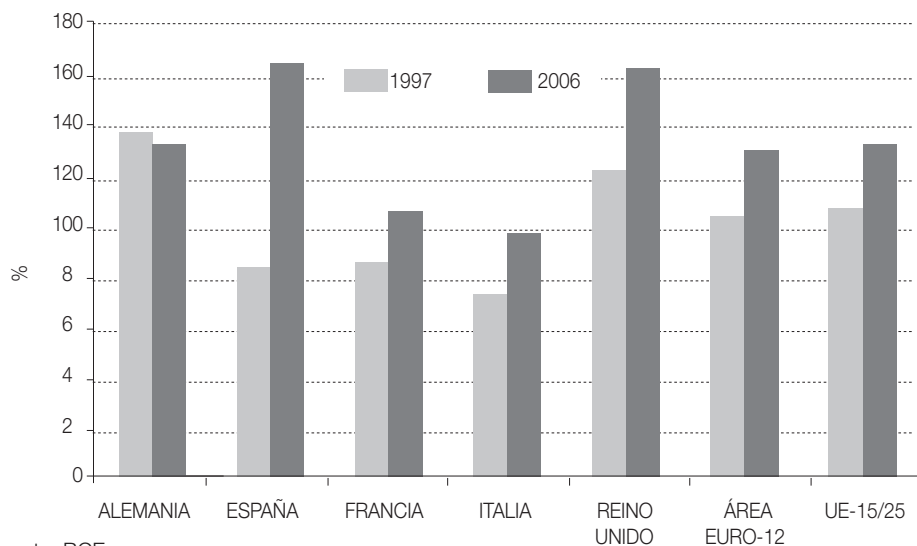
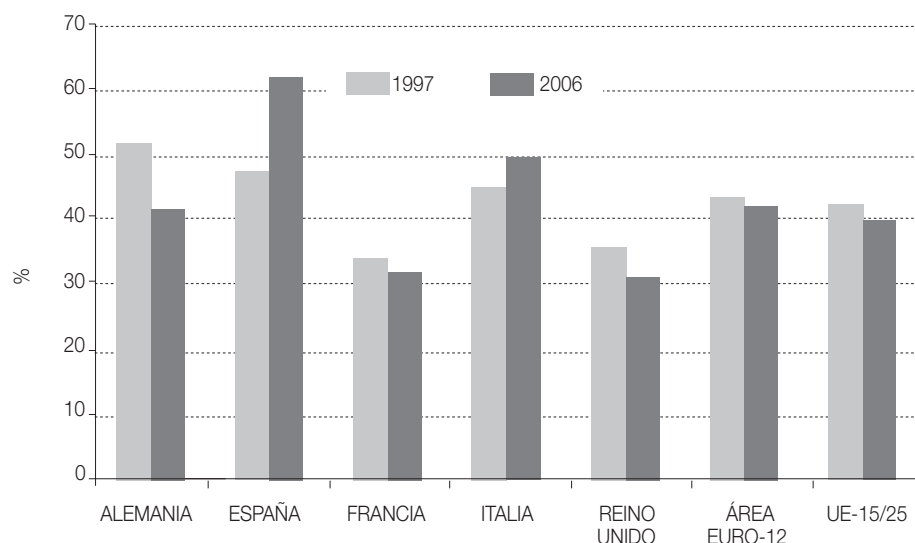


Gráfico n.º 18
Préstamos sobre total de balance



Fuente: BCE

empresas, adquisición de vivienda y crédito al consumo. Por motivos de espacio, no entramos a analizar las peculiaridades cualitativas de cada uno de estos tipos de préstamos.

La financiación a las empresas no financieras en forma de préstamos constituye una parte importante de la actividad de las entidades de crédito europeas, cuya importancia relativa, sin embargo, ha disminuido tanto para el área euro como para el conjunto de la UE y la mayor parte de sus principales países, con excepción de España e Italia.

En efecto, al término del período considerado, los préstamos a empresas suponen, respectivamente, el 15% y el 13% de los activos de las entidades de crédito en el área euro y el conjunto de la UE, con unos descensos correlativos respecto a su peso inicial de algo menos de un punto porcen-

tual. En cambio, en España e Italia este porcentaje es muy superior, 30,2% y 26,1%, después de haber subido durante el período casi 9,5 y 2 p.p., en ambos casos respectivamente. Aparte de que la buena coyuntura económica ha favorecido la financiación empresarial en el período de estudio, esta evolución dispar tiene mucho que ver con el mayor o menor grado de desarrollo de los mercados de valores en cada uno de los países y con la facilidad de acceso a los mismos por parte de las empresas, en particular las pymes.

Un segundo grupo de préstamos son los destinados a la adquisición de vivienda, cuyo peso en el activo de todas las entidades de crédito ha crecido desde el 2000 para todas las referencias manejadas, excepto el Reino Unido¹⁸. Al término del

¹⁸ Falta el dato inicial de Alemania y lo mismo sucede con el crédito al consumo.

horizonte temporal analizado, estos préstamos suponen el 12,9% y el 14,2% del activo total de las entidades de crédito del área euro y del conjunto de la UE, con unos aumentos sobre el comienzo del mismo de 7,8 y 6,7 p.p., en ambos casos respectivamente. España, con un incremento de 9,4 p.p., se convierte en el país, entre los mayores de Europa, donde estos préstamos alcanzan un nivel relativo más elevado, 21,8%, fruto directo del *boom* inmobiliario registrado durante el período de análisis, en todo caso, inferior al que poseen los préstamos a empresas.

El último gran grupo de préstamos que analizamos aquí es el crédito al consumo, menos importante que los dos anteriores, que ha crecido tanto en el área euro como para el conjunto de la UE, en torno a 1 p.p., hasta alcanzar el 2,5% del activo total. En España y el Reino Unido este peso es mayor, 3,7% y 3,3%, aunque su comportamiento en ambos países no ha sido el mismo, aumento y disminución de 0,2 p.p., respectivamente.

Resulta un tanto paradójico que unos préstamos, como los que acabamos de mencionar, estén bastante más armonizados en el seno de la UE¹⁹ que los destinados a la adquisición de la vivienda, que no sólo son más importantes, sino que también lo son por mucho más tiempo, dada su duración habitual²⁰.

¹⁹ El crédito al consumo, que no sólo es el que conceden las entidades de crédito con tal carácter, ya que incluye el que puedan otorgar, por ejemplo, los propios productores de los bienes, se encuentra actualmente regulado en la UE por la Directiva 87/102/CEE, de 22 de diciembre de 1986, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito al consumo, aunque a partir del 12 de mayo del 2010 será sustituida por la Directiva 2008/48/CE, de 23 de abril de 2008, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva anterior.

²⁰ El préstamo para la adquisición de vivienda y, concretamente, su modalidad más común, el préstamo con garantía hipotecaria, no se encuentra en absoluto regulado en el ámbito de la UE. Lo único que existe en estos

La Comisión Europea lleva tiempo intentando cambiar esta situación, y fomentando los préstamos hipotecarios transfronterizos, pero existen claras dificultades para ello, en parte derivadas del hecho de que la garantía se regula de forma diferente en los distintos países y, por tanto, puede tener efectos diversos en cada uno de ellos. El último documento de la Comisión sobre este tema es CE (2007c), en el que propone las actividades que va a desarrollar en el período 2008-2010, ninguna de las cuales tiene, por el momento, carácter legislativo. Para un análisis pormenorizado de las consecuencias de la falta de integración de los mercados hipotecarios de la UE, tanto en lo que respecta a sus operaciones activas como a su financiación, puede verse BCE (2008b), págs. 50-66²¹.

4. LA SUPERVISIÓN DEL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

Como hemos indicado anteriormente, la supervisión de las entidades financieras y, en particular, las bancarias sigue siendo competencia básicamente nacional en los países de la UE, independientemente de que se encuentre armonizada a este último nivel en muchos de sus aspectos. Esto explica que nos encontremos con una gran diversidad de situaciones, al menos desde dos perspectivas:

- 1) ¿Existe un supervisor bancario especializado, como sucede en España actualmente, o dicho supervisor se ocu-

momentos al respecto es una Recomendación de la Comisión, de 1 de marzo de 2001, relativa a la información precontractual que debe suministrarse a los consumidores por los prestamistas de créditos vivienda. Una recomendación es un acto jurídico que no es vinculante, aunque esto no impide que en el caso de España se apliquen normas más rigurosas en los préstamos hipotecarios.

²¹ Apartado especial sobre el tema «Integration and development of mortgage markets in Europe».

Cuadro n.º 3
La supervisión financiera en la Unión Europea

Tipo de Supervisor		Países	Supervisor Específico Fondos de Pensiones
ÚNICO (13) - Banca - Valores - Seguros	BANCO CENTRAL (2)	Eslovaquia República Checa	
	OTRA INSTITUCIÓN (11)	Alemania	
		Austria	
		Bélgica	
		Dinamarca	
		Estonia	
		Hungría	
		Irlanda ¹	Irlanda
		Letonia	
		Malta	
		Reino Unido	Reino Unido
		Suecia	
ESPECIALIZADO (9) - Banca - Valores - Seguros	SUPERVISOR BANCARIO = BANCO CENTRAL (8)	Chipre	
		Eslovenia	
		España	
		Grecia	
		Italia	Italia
	SUPERVISOR BANCARIO ≠ BANCO CENTRAL (1)	Lituania	
		Portugal	
		Rumania	Rumania
BANCA Y VALORES (2)	SUPERVISOR BANCARIO ≠ BANCO CENTRAL	Finlandia Luxemburgo	Luxemburgo ²
BANCA Y SEGUROS (1)	SUPERVISOR BANCARIO = BANCO CENTRAL	Holanda	
VALORES Y SEGUROS (2)	SUPERVISOR BANCARIO = BANCO CENTRAL	Bulgaria Polonia	

¹ El banco central y el supervisor financiero forman parte de una misma institución

² El supervisor es el mismo que para la banca y los mercados de valores.

Fuente: Elaboración propia a partir de CEBS, CESR y CEIOPS.

pa también de alguna otra rama de los servicios financieros: valores o seguros?

- 2) ¿Es el supervisor bancario el mismo que el banco central nacional (BCN), como también ocurre actualmente en nuestro país?

Con el fin de observar la mencionada diversidad de situaciones, el cuadro n.º 3 refleja los distintos modelos de supervisión que siguen cada uno de los Estados miembros de la UE y muestra un panorama un tanto polarizado hacia dos extremos, que podemos resumir como sigue, (prescindiendo de la existencia de un supervisor específico para los fondos de pensiones en cuatro países):

- a) En 13 países el supervisor es único para las tres grandes ramas de servicios financieros (banca, valores y seguros). Sólo en dos de ellos el supervisor único es el BCN.
- b) En 9 países el supervisor es diferente para las tres grandes ramas de servicios financieros. En todos ellos, excepto Francia, el supervisor bancario coincide con el correspondiente BCN.
- c) En los restantes 5 países se da una coincidencia de supervisor entre dos de las grandes ramas de servicios financieros, con todas las combinaciones posibles: banca y valores (2, en ninguno de los cuales el supervisor bancario es el banco central), banca y seguros (1) y valores y seguros (2). En estos dos últimos casos, el supervisor bancario es el respectivo BCN.

Por tanto, el BCN sólo es supervisor financiero en 13 países de la UE, en todos ellos sobre la banca, pero en tres casos también sobre otro sector de actividad, valores o seguros. Esto no impide que el BCN pueda colaborar con las tareas supervisoras de otras instituciones, especialmente con el supervisor bancario, un extremo

que, como muchos otros detalles concretos que puedan afectar a los diferentes países de la UE en materia de supervisión financiera, no se ha tenido en cuenta en el cuadro anterior.

Por tanto, no parece que exista una tendencia claramente dominante en materia de supervisión financiera dentro de los países de la UE, lo que apunta a que, salvo la emergencia de una crisis significativa de una entidad de ámbito paneuropeo, cuyas consecuencias obliguen a reconsiderar la situación actual, no parece que, hoy por hoy, se vaya a producir una unificación de los supervisores europeos, aunque sea dentro de una misma rama de los servicios financieros. En todo caso, en lo que se refiere a la gestión de este tipo de crisis y, en general, a la estabilidad financiera, la UE se ha ido dotando de diversos mecanismos, véase BCE (2007a y 2008a).

Como se refleja en esta última referencia, a primeros de abril de 2008, las autoridades financieras supervisoras, los bancos centrales y los ministros de finanzas de la UE firmaron un nuevo memorando de entendimiento²² para la cooperación en situaciones de crisis financieras, que extiende el previamente firmado en mayo de 2005 en dos direcciones:

- 1) Incluye los siguientes elementos comunes:
 - a) Principios para la gestión de crisis transfronterizas
 - b) Un marco para valorar las implicaciones sistémicas de una crisis financiera
 - c) Orientaciones prácticas para la gestión de crisis

²² Los memorandos de este tipo no son legalmente vinculantes, no anulan las responsabilidades institucionales de las autoridades implicadas ni restringen su capacidad para adoptar decisiones independientes y oportunas en sus respectivos ámbitos de competencia.

- 2) Se extiende a los supervisores de los mercados de valores, los seguros y los fondos de pensiones, reconociendo las crecientes interrelaciones entre los sectores financieros y la necesidad de implicar a un rango más amplio de autoridades.

Sobre la diversa realidad nacional en materia de supervisión financiera que acabamos de examinar se ha acabado superponiendo una estructura de comités supranacionales, como consecuencia del desarrollo del denominado *enfoque Lamfalussy*, por la persona que dirigió el comité de sabios que lo propuso, Alexander

Lamfalussy, primer presidente del Instituto Monetario Europeo, institución predecesora del BCE. Este enfoque, inicialmente diseñado para el ámbito de los mercados de valores y posteriormente extendido al resto de las ramas de servicios financieros, pretende agilizar la elaboración de la legislación financiera de la UE, con el fin de evitar que, dado el largo proceso con que suele gestarse la misma, debido a la necesidad de buscar acuerdos entre un número elevado de países, quedase rápidamente obsoleta, como consecuencia de los fuertes ritmos de cambio que se vienen observando en las diferentes ramas de los servicios financieros.

Cuadro n.º 4

Comités derivados del enfoque Lamfalussy para la regulación y supervisión financieras en la Unión Europea

SECTOR	REGULACIÓN (NIVEL 2)	SUPERVISIÓN (NIVEL 3)	
		COMITÉ	SEDE
BANCA	Comité Bancario Europeo	Comité de Supervisores Bancarios Europeos	Londres
VALORES ¹	Comité Europeo de Valores	Comité de Reguladores Europeos de Valores	París
SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES	Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación	Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación	Francfort
CONGLOMERADOS FINANCIEROS ²	Comité Europeo de Conglomerados Financieros		

¹ Incluye los fondos de inversión.

² Un conglomerado financiero ejerce la actividad de seguros y, al menos, una de las otras dos ramas de servicios financieros: banca o valores.

En definitiva, el enfoque Lamfalussy pretende diferenciar entre principios legislativos y normas técnicas y, para ello, distingue cuatro niveles en la aprobación de la regulación financiera de la UE:

- 1) *Nivel 1*: principios marco, recogidos en actos jurídicos que son aprobados siguiendo el procedimiento legislativo normal en la UE, que implica la propuesta de la Comisión Europea y la aprobación posterior por el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE bajo el procedimiento denominado de *codecisión*.
- 2) *Nivel 2*: medidas de aplicación de los principios anteriores, que puede aprobar la Comisión Europea con el apoyo del comité correspondiente a este nivel de la rama de servicios financieros afectada.
- 3) *Nivel 3*: cooperación y redes de contacto entre los supervisores para garantizar la transposición uniforme y equivalente de la legislación de los dos niveles anteriores.
- 4) *Nivel 4*: refuerzo de la ejecución de la legislación por parte de la Comisión Europea, mediante la cooperación entre los Estados miembros, sus órganos reguladores y el sector privado.

En el cuadro n.º 4 aparecen detallados los comités correspondientes a los niveles 2 y 3. Los comités de nivel 2 están presididos por un representante de la Comisión Europea y compuestos por representantes de alto nivel de los Estados miembros y, como observadores, los presidentes de los correspondientes comités de nivel 3, además del BCE en el caso del Comité Bancario Europeo. Los comités de nivel 3 están integrados por representantes de alto nivel de las autoridades supervisoras nacionales, incluyendo como observadores las de otros países del EEE, y de la Comisión Europea, aunque el Comité de Supervisores

Bancarios Europeos incorpora también a los bancos centrales que no sean supervisores bancarios, incluido el BCE, dividiéndolos en dos grupos:

- 1) aquellos con responsabilidades operativas específicas para la supervisión de entidades de crédito concretas en conjunción con una autoridad competente de supervisión;
- 2) los que no participan directamente en la supervisión de entidades de crédito, grupo que incluye al BCE.

Esta distinción se traduce en el hecho de que, cuando se intercambie información confidencial sobre entidades concretas supervisadas, la participación en el debate puede tener que circunscribirse a las autoridades competentes de supervisión y a los bancos centrales del primer grupo.

A esta estructura de comités de supervisión y regulación se unen otros comités de la UE implicados en tareas relacionadas con la estabilidad financiera:

- *Comité Económico y Financiero*, previsto en el art. 114.2 del actual Tratado constitutivo de la Comunidad Europea,
- *Comité de Servicios Financieros*, creado por Decisión del Consejo, de 18 de febrero de 2003, formado por representantes de los ministros de Economía y Finanzas y de la Comisión Europea, y
- *Comité de Supervisión Bancaria* del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), foro de cooperación multilateral compuesto por representantes de todos los BCN de la UE, incluido el BCE, de ahí que se asocie al SEBC, y de las autoridades supervisoras nacionales, en el caso de que no se correspondan con los BCN. Sus funciones principales son el fomento de un com-

pleto intercambio de información entre el SEBC y las autoridades supervisoras nacionales de la UE y de la cooperación entre estas últimas.

Con esta estructura de comités se pretende dar solución a las incongruencias que se pueden producir entre un SBE cada vez más integrado y el hecho de que la supervisión del mismo descansa en las correspondientes autoridades nacionales, aunque sea de una forma armonizada. En particular, los comités de nivel 3 constituyen sendos foros de encuentro regular y permanente —que son los únicos que tienen una sede asignada— entre los correspondientes supervisores nacionales, no sólo para temas normativos, sino también para sus propias tareas como supervisores.

Sobre la supervisión financiera en el ámbito de la UE, existen diversas referencias que merece la pena consultar, entre las que mencionamos BCE (2000 y 2004, además de la ya citadas 2007a y 2008) y Nieto y Peñalosa (2003) y Field (2005), estas dos últimas publicadas por el Banco de España.

5. CONCLUSIONES

Este trabajo ha pretendido efectuar, dentro de las lógicas limitaciones de espacio, un análisis del SBE desde una perspectiva cuantitativa, pero también cualitativa; en ambos casos sin ninguna pretensión de ser exhaustivos, bajo la premisa de que no toda la información disponible, especialmente la de tipo estadístico, es igualmente relevante para el sistema bancario español.

La institución que en estos momentos está siguiendo mejor y más regularmente el SBE es el BCE, por lo que resulta obligado acudir a los informes y demás publicaciones que emite sobre el tema. Sobre esta base hemos analizado algunos aspectos estructurales de dicho sistema.

Entre ellos, se observa una intensa reducción de la población de entidades que lo forman, especialmente en el área del euro, en la que la unificación monetaria ha hecho más intensa la competencia, al menos en algunos segmentos del mercado bancario. Sin embargo, el número de oficinas y el de empleados se mantienen o, incluso, crecen, mientras que la actividad aumenta con especial intensidad, lo que implica un sistema bancario que está ganando peso en la economía. Esto también sucede con el conjunto del sistema financiero, en la medida en que la inversión institucional continúa adquiriendo también mayor profundidad.

Al mismo tiempo, se observa la persistencia de dos modelos de distribución de los productos y servicios bancarios bien diferentes, al margen de las posibilidades abiertas por el uso de las nuevas tecnologías. Uno, muy bien representado por nuestro país, se basa en una densidad de oficinas muy elevada, pero también poco dotadas. En el otro extremo, las oficinas atienden a muchos más clientes y, por eso mismo, necesitan estar bien dotadas. Ninguno de estos modelos puede ser considerado netamente superior al otro.

El elevado número de entidades que forman el SBE lleva a preguntarnos sobre su diversidad institucional, que, al menos en algunos países, es elevada. Sin embargo, esta diversidad, que en buena parte tiene un origen nacional, no implica que exista un tipo de entidad bancaria netamente superior a los restantes, ni siquiera desde la perspectiva de contribuir a una mayor consolidación del sistema, algo que, como hemos visto, ya viene ocurriendo por su propio peso.

En todo caso, el elevado número de entidades bancarias existente muestra que, en general, en el SBE no se da una concentración especialmente preocupante, máxime si lo contemplamos como un todo.

La progresiva construcción del mercado único europeo y la unión monetaria han hecho a los distintos sistemas bancarios nacionales europeos más abiertos a los demás, con una creciente actividad debida en buena parte a entidades originarias de otros países. Esto ha levantado ciertas preocupaciones sobre la supervisión de esos sistemas y la solución de las posibles crisis de entidades que, por su carácter paneuropeo, puedan pertenecer a más de un sistema nacional. Por este motivo, el trabajo pasa revista a un conjunto de iniciativas que muestran que éste es un tema que no está resuelto del todo actualmente y tampoco lo estará en el inmediato futuro, puesto que cualquier solución a medio y largo plazo debe venir del desarrollo de un esquema

efectivo de supervisión a escala europea. En todo caso, se ha avanzado mucho en este tema en los últimos tiempos.

La estructura de negocio de los sistemas bancarios europeos es la típica de una entidad de crédito, captación de depósitos y concesión de créditos en su mayor parte, aunque se observa una creciente diversificación de dicho negocio. El análisis de esta estructura por el lado de los créditos pone claramente de manifiesto que los únicos que se encuentran armonizados en el ámbito europeo, los créditos al consumo, son mucho menos relevantes que otros que también deberían estarlo, los créditos hipotecarios, al menos desde la perspectiva de los consumidores minoristas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (AFI), dir. (2003): *Presente y futuro de las cajas de ahorros*. Fundación Caixa Galicia. Libro coordinado por F. J. Valero.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (1999a): *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, febrero.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (1999b): «El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias». *Boletín Mensual*, abril: 47-60.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2000): «La UEM y la supervisión bancaria». *Boletín Mensual*, abril: 53-69.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2004): «Evolución del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras». *Boletín Mensual*, noviembre: 85-97.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2005): «Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro». *Boletín Mensual*, mayo: 81-89.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2007a): «Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras». *Boletín Mensual*, febrero: 79-89.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2007b): *EU banking structures*, octubre.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2007c): *EU banking sector stability*, noviembre.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2007d): *Financial stability review*, diciembre.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008a): «Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE». *Boletín Mensual*, abril: 81-94.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008b): *Financial integration in Europe*, abril.
- CARBÓ VALVERDE, S.; RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2007a): «Fusiones bancarias en Europa: ¿una nueva oleada?». *Cuadernos de Información Económica*, 198, mayo-junio: 95-100.
- CARBÓ VALVERDE, S.; RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2007b): «Diversidad institucional y cooperación bancaria: nuevas dimensiones de la competencia». *Papeles de Economía Española*, 114, diciembre: 158-172.
- COMISIÓN EUROPEA (CE) (2007a): *Investigación de conformidad con el artículo 17 del Reglamento (CE) n° 1/2003 en el sector de la banca minorista* (Informe Final). Comunicación de la Comisión, COM (2007) 33 final. 31, enero.
- COMISIÓN EUROPEA (2007b): *Report on the retail banking sector inquiry. Commission Staff Working Document accompanying the Communication from the Commission –Sector Inquiry under Art 17 of Regulation 1/2003 on retail banking* (Final Report). SEC(2007) 106. 31, enero.
- COMISIÓN EUROPEA (2007c): *Libro Blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario de la UE*. COM(2007) 807 final. 18, diciembre.
- EUROPEAN BANKING FEDERATION (EBF) (2005): *Obstacles to crossborder mergers and acquisitions in the financial sector. A response to the European Commission's survey of april 2005*. 24, junio.
- FIELD, L. (2005): «Cooperación en materia de supervisión en la Unión Europea y el papel del Comité de Supervisores Bancarios Europeos». *Estabilidad Financiera*, 9, Banco de España: 71-97.
- MOLYNEUX, P. (2007): «Concentración, tamaño y competencia en la banca europea». *Papeles de Economía Española*, 114, diciembre: 72-82.
- NIETO SÁNCHEZ, M. J.; PEÑALOSA RUIZ, J. M. (2003): «Notas sobre la arquitectura de la regulación, supervisión y estabilidad financiera en Europa». *Estabilidad Financiera*, 4, Banco de España: 187-206.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (OCDE) (2005): *Bank Profitability. Financial statements of banks. 1994-2003*. París.
- ONTIVEROS BAEZ, E.; VALERO LÓPEZ, F. J., dirs. (2008): *España en contraste. Financiación de la economía*. Analistas Financieros Internacionales y Ediciones Empresa Global, Madrid.
- SANFILIPPO AZOFRA, S.; GARCÍA OLALLA M.; TORRE OLMO, B. (2007): «Fusiones y adquisiciones bancarias: importancia de la gestión y el tamaño de las entidades europeas». ICE. *Tribuna de economía*, 837: 273-295.
- VALERO LÓPEZ, F. J. (2003): «La singularidad de las cajas de ahorros frente a Europa». *Economistas*, 98: 93-100.

El Sector Financiero en el País Vasco. ¿Hay espacio para un cluster financiero regional?

El sector financiero ha sido en los últimos ciento cincuenta años fundamental para el desarrollo socioeconómico del País Vasco. Sin embargo, los vertiginosos cambios ocurridos en el sector financiero mundial desde los años ochenta han concentrado la actividad financiera en unas pocas plazas financieras que prestan servicio a grandes territorios, en ocasiones a todo el mundo. En estas condiciones, ¿es posible la existencia de un *cluster* financiero regional? ¿Puede el País Vasco lograr un papel principal en el panorama financiero europeo? El análisis de Escocia, un posible modelo para el sector financiero vasco, puede dar una respuesta afirmativa.

Finantza alorra nahitaezkoa izan da azken ehun eta berrogeita hamar urteetan Euskal Herriko garapen sozioekonomikorako. Hala ere, munduko finantza alorrean laurogeiko hamarkadan gertatu diren aldaketa zorabiagarriek finantza-jarduera lurralde handiei, batzuetan mundu osoari, beraien zerbitzuak ematen dizkien finantza-hiri gutxi batzuetan bildu dute. Baldintza horietan, posible al da lurraldeko finantza kluster bat egotea? Euskal Herriak lor al dezake funtsezko eginkizun bat Europako finantza egoeran? Eskozia aztertzeak, euskal finantza alorrarentzat eredu izan litekeena, baieztatu erantzuna eman dezake.

Financial services have been a key factor for economic development within the Basque region since the mid XIX century. Since the 80's the financial services industry has experienced a major transformation, in which now there are few financial players who have concentrated their finance activities and provide these services worldwide. In this context, is it still possible for a peripheral region to develop a financial cluster? Can the Basque Country hold a role in the European financial landscape? This paper provides a thorough survey of these questions. The Scottish case is studied as being a possible model for future Basque financial sector evolution, the analysis gives an encouraging answer.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Cambios recientes en el mercado financiero internacional
 3. Espacio para los *clusters* financieros regionales
 4. El Sector de Servicios Financieros en el País Vasco
 5. La evolución reciente del Sector Financiero en Escocia
 6. El Sector Financiero Vasco y el *Cluster* Financiero Escocés: una comparación internacional
 7. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Centros financieros, cluster financiero vasco, Input-Output, economía regional

Keywords: financial centers, financial cluster, Input-Output, regional economy

N.º de clasificación: JEL: R11, R15, G29

1. INTRODUCCIÓN

Desde mediados de la década de los noventa el proceso de consolidación internacional del sector financiero ha sido especialmente relevante, ya que miles de compañías financieras han sido adquiridas en los países con las economías más desarrolladas (Lepetit *et al.*, 2002). Este proceso de consolidación está unido a la cuestión, simultánea aunque mucho más amplia, de la transformación de los mercados financieros, impulsada por la reciente revolución tecnológica (Chemmanur y Wilhelm, 2002). Los mercados financieros se han «globalizado» y «liberalizado», además de que los distintos mercados que compiten por la canalización del ahorro en las sociedades de los países de la OCDE (negocio bancario, mercados organizados, instituciones de inversión colectiva) han variado su respectiva correla-

ción de fuerzas, impulsando una relación más directa entre ahorrador e inversión (Baumann, 2005). En este sentido, Gourlaouen (1988) habla de las «tres Des» de la evolución de los mercados financieros (desintermediación, desregulación y descompartimentalización).

En la actualidad, y por primera vez en la historia, una amplia franja de la población de los países desarrollados posee activos financieros. De forma significativa, la evolución de los mercados financieros internacionales es un tema de discusión clave entre las instituciones internacionales, las administraciones públicas, los medios de comunicación y la opinión pública.

La investigación económica ha respondido a este interés, analizando la globalización financiera desde distintos puntos de

vista. Uno de los principales temas de investigación ha sido el propio cambio en el sector de servicios financieros, sus causas y sus consecuencias, e incluso su previsible evolución futura (Berger *et al.*, 1999; Lown *et al.*, 2000; Casu *et al.*, 2004; Cumming, 2006; Goldberg, 2007).

La literatura científica ha mostrado gran interés por las operaciones de fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en el sector financiero (Slager, 2005; Swinburne *et al.*, 2007) y por su efecto sobre la eficiencia de los intermediarios financieros (Bikker, 2004; Goldberg, 2007). Las implicaciones que la consolidación financiera tiene en la estabilidad de los mercados también han sido objeto de un profundo análisis (Moshirian, 2006; Beck *et al.*, 2006; Goldberg, 2007). Del mismo modo, también han generado una importante corriente investigadora los posibles efectos en reducción del riesgo y creación de valor ligados al proceso de consolidación financiera (Hughes *et al.*, 1999; Lepetit *et al.*, 2002).

Sociólogos, geógrafos economistas e historiadores también han llevado a cabo un importante esfuerzo investigador sobre la localización espacial de la industria de servicios financieros y han analizado la formación y auge de las plazas financieras que proveen estos servicios a clientes de todo el mundo (Kindleberger, 1974; Reed 1981 y 1989; Friedman, 1986; Choi *et al.*, 1986; Cassis, 2006). Así, se ha puesto en evidencia la existencia de algunos centros financieros internacionales que han tenido un comportamiento mucho mejor que los demás, lo que ha incrementado su cuota de mercado a nivel mundial y ha generado una aceleración en la concentración de los servicios financieros en su entorno más cercano. Este es el caso de Londres, por ejemplo, si se compara con París o Frankfurt (Beaverstock *et al.*, 2001; Bindemann, 1999; Lascelles, 1999; Choi *et al.*, 2002).

Sin embargo, la existencia de centros financieros periféricos que han obtenido unos resultados muy positivos ha sido mucho menos estudiada.

Tampoco se ha prestado la atención necesaria a un aspecto que consideramos de gran interés: el impacto económico que la industria de servicios financieros tiene en algunas economías (excepto en el caso de Londres; Halushka *et al.*, 2005). Este «olvido» en la investigación socioeconómica sobre el proceso de consolidación financiera es más relevante si se considera que existe un relativo consenso entre los investigadores de que la consolidación de los servicios financieros en ciertas ciudades *alfa* es irreversible (Friedman, 1986; Sassen, 1991 y 1994). Efectivamente, esta irreversibilidad podría producirse. Sin embargo, incluso sin considerar hipotéticos escenarios catastróficos para nuestro modelo socioeconómico, es posible que a medio plazo la industria de servicios financieros siga el camino ya recorrido por numerosas actividades manufactureras, que se han implantado en países emergentes debido a sus muy bajos costes laborales. Si bien es cierto que esta deslocalización hacia economías emergentes no es previsible a corto y medio plazo en el sector de servicios financieros. Sin ser exhaustivos, señalamos tres razones: la menor confianza que experimentarían los inversores en la eficacia del control sobre el sector o en la estabilidad cambiaria, normativa...; la necesidad de una fuerza laboral altamente cualificada, que exige altos sueldos y calidad de vida; y la necesidad de una red de relaciones en torno al sector financiero difícil de crear *ex novo*. Sin embargo, la mera posibilidad de este escenario de localización nos parece suficiente para preguntarnos por sus consecuencias en los actuales centros financieros.

En este contexto, el objetivo del presente artículo es estudiar el impacto económico de

los servicios financieros en Euskadi y comparar su evolución reciente con el de una región de mediano tamaño como Escocia, en la que la industria financiera es muy relevante para su tejido socioeconómico.

El artículo está organizado de la siguiente forma: en el apartado 2 se presenta el reciente proceso de consolidación financiera internacional. El apartado 3 recoge las teorías sobre la localización geográfica de las actividades económicas junto a un análisis de los centros financieros. El apartado 4 analiza la evolución reciente del sector financiero vasco en cuanto a su peso relativo tanto a nivel español como en la economía vasca. El apartado 5 estudia el caso del *cluster* financiero escocés. El apartado 6 compara ambas regiones entre sí y con otros centros financieros internacionales de segundo nivel. Finalmente, presentamos nuestras conclusiones al respecto.

2. CAMBIOS RECIENTES EN EL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL

Los mercados financieros han experimentado dos cambios principales desde 1980: la consolidación de su actividad a través de fusiones y adquisiciones, y la internacionalización. Ambos constituyen las principales palancas de la transformación estructural de las instituciones financieras y del modo en que prestan servicios. En esta transformación también han desempeñado un rol clave los cambios normativos, la incorporación masiva de las franjas de población acomodadas a la actividad inversora y el progreso tecnológico. Debido al papel primordial disfrutado por los mercados financieros en las sociedades con las economías más avanzadas, estos cambios han generado una relevante actividad investigadora, en ocasiones impulsada por las

Administraciones Públicas y las instituciones internacionales¹.

Bertrand (1969) inició el debate sobre la conveniencia de la integración financiera para las economías de los países que entonces avanzaban tímidamente en esta dirección. Actualmente, esta integración ya ha ocurrido, al menos en algunos mercados financieros de la zona euro (BCE, 2007; Comisión Europea, 2005; 2006; 2007), por lo que el debate se centra ahora en cuál es el grado de integración adecuado (Pauly, 1997) y cuál es el nivel de consolidación alcanzado hasta el momento.

La consolidación de los servicios financieros se ha acelerado en los últimos tiempos. Más de 10.000 empresas de servicios financieros han sido adquiridas en los países más industrializados entre 1990 y 2001, con 246 operaciones valoradas por encima de los 1.000 millones de dólares (Ame *et al.*, 2004). Las operaciones de fusión y adquisición en el sector financiero se han acelerado en el período 1996-2001 con respecto a lo ocurrido en 1990-95, incrementando las operaciones entre distintos sectores, principalmente banca y seguros (Buch y DeLong, 2004). Sólo en Europa se han producido más de 1.200 operaciones de fusión-adquisición entre 1991 y 2001, cuando el promedio anual de estas operaciones en los ochenta se reducía a 15 operaciones anuales (Lepetit *et al.*, 2002).

Esta ola de fusiones y adquisiciones en Europa se ha llevado a cabo de forma principal dentro de las fronteras nacionales

¹ Por ejemplo, el Banco Central Europeo lanzó en 2002 una red de investigación sobre «Mercado de capitales e integración financiera en Europa». Otras organizaciones como el Banco de Pagos Internacionales, el Fondo Monetario Internacional y otros bancos centrales también promueven activamente la investigación en estas áreas, buscando un mayor (y mejor) conocimiento de la organización de los mercados financieros.

(Abraham y Van Dijkke, 2002; Comisión Europea, 2005), dando pie a la creación de «campeones nacionales» en la actividad financiera de la mayoría de los países de Europa occidental. Los movimientos internacionales han sido menos significativos que en otros sectores económicos (Buch y DeLong, 2004). Al mismo tiempo, esta concentración se ha producido en primer lugar dentro de cada sector financiero (Moshirian y Szegö, 2003), aunque en los últimos años ha crecido tanto la consolidación cruzada entre diferentes sectores financieros (bancaseguros, por ejemplo) como a nivel internacional.

El principal motivo aducido para estas operaciones de fusión y adquisición es la maximización del valor de las compañías, logrado a través de economías de escala y de alcance (Berger *et al.*, 1999; Amel *et al.*, 2004). Sin embargo, hasta el momento los estudios efectuados no sugieren que esta oleada de fusiones haya sido eficaz en su propósito de generar valor (Ayadi y Pujals, 2005). De hecho, algunos autores han encontrado que los bancos pequeños son más eficientes y rentables que los grandes (Berger y Mester, 1997; Akhigbe y McNulty, 2003). Llewellyn (2002) afirma que las compañías financieras de ámbito regional pueden ser viables si están adecuadamente centradas en un negocio o una región determinados.

En definitiva, existe una abundante literatura que analiza las razones para este proceso de cambio en el sector financiero y sus efectos, utilizando muy diversos enfoques (Berger *et al.*, 1999; Lown *et al.*, 2000; Lepetit *et al.*, 2002; Chemmanur y Wilhelm, 2002; Coq Huelva, 2003; Amel *et al.*, 2004; Bikker, 2004; Ayadi y Pujals, 2005; Bikker y Bos, 2005; Campa y Hernando, 2006; De Vincenzo *et al.*, 2006; Cetorelli *et al.*, 2007). Sin embargo, la investigación sobre la reciente evolución del sistema financiero no

ha prestado excesiva atención a los lugares en los que se están concentrando las actividades financieras y las causas de la primacía de los mismos sobre otros potenciales centros financieros. En el siguiente apartado presentamos los principales trabajos sobre centros financieros.

3. ESPACIO PARA LOS CLUSTERS FINANCIEROS REGIONALES

La geografía económica analiza las razones por las que una determinada actividad económica se concentra en una localización precisa (Krugman, 1995 y 1996; Storper, 1995). En la actualidad, el análisis de la localización de las actividades económicas está íntimamente ligado a conceptos como *cluster* o distrito industrial. Porter (1990) argumenta que el *cluster*, entendido como un «grupo geográficamente próximo de empresas interconectadas e instituciones asociadas en un determinado campo de actividad, unidas por comunales y complementariedades», es un método de análisis superior al clásico análisis sectorial a la hora de determinar las ventajas competitivas de una determinada región para un concreto sector de actividad económica.

Algunas de las críticas efectuadas al análisis de *cluster* se refieren al escaso valor que se concede a la historia, la política o la cultura regionales (O'Shaughnessy, 1996; Rosenfeld 1997), que están englobadas dentro de las «condiciones de los factores» del modelo de «diamante de la competitividad» de Porter. Estas circunstancias tienen un peso mayor en un concepto previo al *cluster*, aunque menos usado en la literatura reciente, el *distrito industrial*.

Alfred Marshall desarrolló el concepto de *distrito industrial* a principios del siglo XX sobre una idea suya anterior (Marshall, 1890), que explicaba la concentración de

ciertas actividades en ciudades concretas. En épocas más recientes, un grupo de economistas italianos (Becattini, 1979, 1988 y 2002; Iacaponi, 1990 y 2001; Tappi, 2000; Famiglietti, 2001; De Filippis, 2000) han recuperado y desarrollado el concepto de *distrito industrial* para estudiar la alta competitividad internacional de ciertas áreas del centro y norte de Italia (Toscana, Emilia-Romagna, Veneto...) en las que el tejido empresarial se compone fundamentalmente de pequeñas y medianas empresas, que se acumulan en ciudades concretas, cuyas características históricas o sociales han sido claves para la evolución de un determinado sector productivo. Para estos autores, la eficiencia de muchas empresas depende de factores externos a la propia empresa, pero internos al *distrito industrial* en el que se encuentra. En cierto sentido, el distrito de Becattini amplía el *cluster* de Porter para incluir el propio territorio y la sociedad que vive en él como variables fundamentales de análisis.

Algunos investigadores han llegado a la conclusión de que no es necesario para alcanzar el éxito, en los inicios del desarrollo del distrito, que una región sea objetivamente mejor en sus recursos (Hirschman, 1958). Así, unos resultados iniciales positivos autorrefuerzan el distrito, atrayendo nuevos actores económicos y generando ventajas competitivas que hacen más probable el éxito posterior. En este sentido, David (1985) propuso la economía «QWERTY»², que Krugman (1987) relacionó con la localización de la actividad económica, aplicando este concepto al centro financiero londinense, entre otras zonas y sectores estudiados.

Un paso adicional en el análisis de la relación entre territorio y actividad económica es el estudio de la dependencia económica de un determinado sector experimentada por una región o país. Un método de estimar este impacto económico es el análisis

input-output (Haines, 1998; Larreina, 2006). Las tablas *input-output* (TIO) proporcionan una imagen completa de los flujos de productos y servicios entre los productores y consumidores (y los flujos inter e intrasectoriales) durante un año determinado en una región concreta, siendo el mejor trabajo estadístico de síntesis que se puede realizar sobre la estructura económica de un territorio (IEN, 2001). La utilización de esta herramienta estadística permite a los investigadores estimar los efectos directos, indirectos e inducidos producidos en la economía a causa de la variación en la demanda de un único sector de actividad (Kurz, Dietzenbacher y Lager, 1998; Eustat, 1999). De esta manera, permite anticipar los efectos que podría tener en la economía regional un *shock* que afectase a ese sector.

La literatura sobre la consolidación del sector financiero no ha prestado gran atención a la aparición de *clusters* financieros en los que se ha concentrado esta actividad, olvidando de alguna manera los beneficios económicos que para una determinada entidad puede suponer transferir ciertas actividades a un centro financiero relevante (Corbridge, Martin y Thrift, 1994; Faulconbridge *et al.*, 2006). Sin embargo, la creación y evolución de centros financieros sí ha despertado interés, tanto entre geógrafos e historiadores como entre Administraciones Públicas y firmas de consultoría, quienes han estudiado los principales centros financieros del mundo.

² Esta denominación procede de la fila superior de letras presente en el teclado de cualquier ordenador. Se aplica a situaciones en las que se ha producido una estandarización en un sistema subóptimo y, por tanto, teóricamente mejorable, que sin embargo adquiere una posición de dominio exclusiva e inamovible. Las dificultades de pasar a un sistema más adecuado (por ejemplo, una ordenación de letras en el teclado más «lógica» se deben a los altos costes ligados a la transición a cualquier otro sistema.

Se revisa a continuación brevemente la literatura sobre centros financieros³, que dividimos en tres grupos principales. En primer lugar, existe una línea de investigación que pretende explicar por qué los centros financieros de primer nivel han nacido y cómo compiten entre sí. El éxito de Nueva York y de la City de Londres es un tema muy habitual en estos trabajos. En segundo lugar, las investigaciones dirigidas a analizar los centros financieros *offshore* que han tenido un considerable crecimiento desde su nacimiento en los años sesenta del siglo XX. Por último, trabajos que se centran en centros financieros de menor nivel dentro de los países desarrollados.

En la primera categoría de la literatura académica sobre centros financieros, Kindleberger (1974) analizó la evolución histórica de los centros financieros y propuso algunos elementos que consideró determinantes para el éxito de los mismos (economías de escala, una localización central, el uso de una moneda única en su área de influencia, cercanía de los centros de poder político/administrativo, una determinada cultura...). Algunos años después de este trabajo pionero, Friedmann (1986) sugirió que los centros de decisión de las multinacionales se concentrarían en un grupo escogido de ciudades, que se convertirían en los «centros de control y mando» de la economía mundial. Choi *et al.* (1986) propusieron una clasificación de los centros financieros a través de la presencia de bancos con sede en otros centros financieros principales a nivel mundial. Sassen (1991 y 1994) argumentó que las empresas que prestan servicios basados en el conocimiento y que desean satisfacer a clientes

con un alcance global tendrían que situar sus oficinas en las principales ciudades del mundo. Reed (1981 y 1989) ordenó jerárquicamente los centros financieros internacionales, con el resultado de que Londres era, en su opinión, el centro financiero supranacional por excelencia.

O'Brien (1992) se preguntó por la evolución de la industria de servicios financieros y el futuro probable de los centros financieros en Europa, considerando la «virtualización» de numerosos servicios financieros. Este autor llega a afirmar que la geografía ya no es una razón para la localización de los servicios financieros⁴. Sin embargo, siguiendo la teoría de Friedmann, los cambios en las tecnologías de la información han sido simultáneos a una mayor concentración de los servicios financieros en ciertas ciudades. Thrift (1994) explicó que precisamente el volumen y la velocidad de los flujos de información que deben ser analizados y ponderados de forma instantánea en esta industria son esenciales para la aparición de «centros de comprensión» de esta información, los centros financieros internacionales. Bindemann (1999), que señaló una serie de factores que serán fundamentales en la determinación del principal centro financiero europeo durante el siglo XXI (muy similares a los señalados por Kindleberger en 1974) afirmó que la localización de los servicios financieros es importante⁵, coincidiendo en esta apreciación con Agnes (2000) en su estudio sobre los lugares donde se concentra la contratación de *swaps*⁶.

⁴ «geographical location no longer matters in finance or matters much less than hitherto» (O'Brien, 1992, p.1).

⁵ «despite the globalisation of financial services, geography still matters» (Bindemann, 1999, p.96).

⁶ De hecho, Agnes (2000, p. 363) señala «an important geographic paradox: although swaps are based on globalization and «end of geography» processes, local embeddedness remains an important constraint».

³ Los centros financieros se pueden definir como la agrupación en un entorno urbano determinado de un número relevante de empresas de servicios financieros, donde además celebran sus contratos y reuniones habitualmente (Cassis, 2006 p. 5).

Wrigley *et al.* (2003) subrayaron el elevado nivel de transferencia de conocimiento que se necesita en la industria de servicios financieros, tanto entre el proveedor y el cliente como entre las propias empresas financieras y sus empleados⁷. Así, la localización de las oficinas de estas empresas en centros financieros refuerza la posibilidad de que se produzcan *transferencias de información*, ya que permite la interacción social *cara a cara* tanto en conferencias, visitas a empresa, actos sociales así como en actividades más informales (bares, gimnasios, clubes deportivos o sociales...). Agnes (2000) descubrió que la concentración espacial de los principales actores del mercado de *swaps* venía exigida por la necesidad de una interacción *cara a cara*, que lógicamente se facilita con la proximidad espacial. Roberts (1999) sitúa el mejor acceso a información instantánea y de calidad como la mayor sinergia obtenida a través de la agrupación de firmas financieras. Sin embargo, Smith y Walter (1997) no incluyen la localización de sus servicios centrales como una fuente de ventaja competitiva para los bancos.

En este sentido, podemos recordar que McKenzie (2004) explicó el famoso *efecto rebaño* de los analistas financieros e inversores institucionales como una respuesta racional a la propia ignorancia o a la incertidumbre en los mercados. Desde esta perspectiva, la agrupación de estos profesionales en centros financieros minimizaría las decisiones tomadas aisladamente de las adoptadas por otros participantes en el mercado.

La City de Londres ha sido objeto de un amplio análisis por parte de la literatura

debido a la relevancia de este centro financiero (tanto por número y tamaño de las entidades allí localizadas, como por el personal empleado en este sector, las empresas financieras con sede en Londres, el volumen de dinero gestionado, la facturación y el valor añadido de los servicios financieros...). Simultáneamente, la elevada aportación al PIB londinense de las actividades de intermediación financiera ha estimulado a las Administraciones Públicas a monitorizar este sector. Halushka *et al.* (2005) calculan que más de 700.000 puestos de trabajo están conectados al rol de Londres como centro financiero internacional. Aproximadamente un 18% del total (de ellos, unos 300.000 serían puestos directos en el sector financiero). Al mismo tiempo, los servicios financieros representan directamente un 10% del PIB de Londres. Un 57% del espacio para oficinas de la City de Londres está ocupado por empresas de servicios financieros, mientras que otro 27% adicional son empresas de servicios relacionados con esta actividad (Lizieri y Kutsch, 2006).

En la actualidad HedrickWong *et al.* (2007) han situado a Londres como el centro financiero líder a escala mundial, superando a Nueva York en cuatro de las seis variables analizadas en su estudio. Sin embargo, el éxito de Londres no era totalmente esperable a principios de los años noventa. De hecho, a finales de los ochenta el sentimiento generalizado en el sector financiero londinense era de frustración, con posturas «a la defensiva» como recoge Stafford (1992). Pese a las ventajas competitivas de Londres, existían importantes desventajas (Frost y Spence, 1991), que hacían el futuro de la City incierto. Coakley (1992) no veía como imposible que Frankfurt o París (o ambos) superaran a Londres como centro financiero europeo antes del inicio del siglo XXI. En el mismo sentido, Thrift (1994) escribió que el futuro de la City se vislumbraba como inseguro.

⁷ Este hecho puede explicar la aparición de grandes complejos en los que se concentran los servicios centrales de algunas empresas financieras, como la Ciudad del Santander o la proyectada para el BBVA, ambas en las afueras de Madrid.

A finales de los años noventa, el éxito de Londres, cuyo centro financiero crecía a expensas de otros centros financieros europeos, ya era destacable (Edwards, 1998). De hecho, aunque no era totalmente previsible como acabamos de ver, la integración de los mercados financieros europeos estimuló el que entidades no británicas trasladaran ciertas actividades a Londres (Group of ten, 2001). Siguiendo a Kuah (2003) el éxito de la City de Londres se puede explicar por las economías de escala y de alcance derivadas de la aglomeración de empresas de servicios financieros y auxiliares de éstas. La ventaja de la aglomeración londinense en términos de red, relaciones y contacto personal directo ya había sido señalada por Plender (1986) y Thrift (1994), entre otros.

Taylor *et al.* (2003) examinan los costes y beneficios para una firma financiera de estar localizada en Londres. Como en sus trabajos previos (Cook *et al.*, 2003), estos autores encuentran que la localización en Londres transmite una señal de credibilidad al mercado, ya que las empresas ganan en prestigio por estar localizadas en la City. Además, la proximidad favorece la transferencia de conocimiento y la construcción de redes de relaciones⁸. Esto explica que Londres sea una localización más interesante que Frankfurt para las empresas de servicios financieros (Beaverstock *et al.*, 2001; Bindemann, 1999; Choi *et al.*, 2002).

El papel de Londres en la economía europea es tan relevante que Halushka *et al.* (2005) afirman que el 23,6% del negocio financiero en Europa se perdería si el *cluster* financiero londinense no existiera⁹. Y las consecuencias para Londres serían muy superiores... Lizieri y Kutsch (2006) afirman que el mercado inmobiliario en la City está

estrecha e irrevocablemente ligado a la evolución del mercado financiero global (Trends Business Research, 2001).

La segunda área de investigación económica es la que se refiere a los Centros Financieros Offshore (CFO). El crecimiento desde los setenta de estos CFO, habitualmente ligados a paraísos fiscales, ha generado una importante literatura (Aliber, 1980; Johns, 1982; Plender, 1986; Cassard, 1994; Roberts, 1994; Errico y Musalem, 1999; IMF, 2000; Zoromé, 2007). El interés se basa en parte en su elevado peso en algunos mercados financieros, por ejemplo, un 12% de los activos bancarios mundiales están localizados en paraísos fiscales según Zoromé (2007); sin embargo, aún más relevante en este sentido es la preocupación que estos CFO han generado en organizaciones internacionales y reguladores financieros por su papel en la génesis de las crisis financieras ocurridas en Asia y Latinoamérica en la segunda mitad de los noventa (Errico y Musalem, 1999; IMF, 2000).

Finalmente y en tiempos más recientes, también han sido estudiados otros centros financieros de menor nivel. Así, Gómez-Bezares *et al.* (2000 y 2001) estudiaron el futuro de la plaza financiera de Bilbao y propusieron distintas iniciativas para convertir a Bilbao en el centro financiero de la fachada atlántica del sudoeste europeo; Kuah y Day (2005) analizaron los principales determinantes del desarrollo del cluster financiero de Singapur; Zapotocky (2002) propuso diferentes estrategias para la consolidación y crecimiento de la Bolsa de Viena; Bartke

⁸ Entre los costes, destacan las deficiencias en transporte y una regulación excesiva. La primera de ambas debilidades ya fue señalada por Frost y Spence (1991).

⁹ «the disappearance of London [financial cluster], even were some of its activities to be spread around the rest of Europe, would be little short of disastrous [for financial services]... nearly 13% of the current market would be lost to competitors in the other continents... an [additional] estimated 10% of business would not take place, driven out of existence by the higher costs that would ensue» (Halushka *et al.*, 2005).

et al. (2000) subrayaron el atractivo de Tampa Bay para la localización de servicios financieros; diversos estudios han analizado la capacidad de Leeds de mantener su sector financiero (Thomas y Shutt, 1996; Lagendijk y Charles, 1999); French (2002) señaló Bristol como un «cluster de los seguros de vida»; Bindemann (1999) y Beaverson *et al.* (2001) compararon la evolución de Frankfurt con la de Londres, mientras que Lascelles (1999) incluyó también París en el análisis; Faulconbridge *et al.* (2006) analizaron la reciente decadencia del centro financiero de Amsterdam; IBM (2005) comparó los resultados de tres centros financieros regionales en Europa (Amsterdam, Frankfurt y Luxemburgo); Beaudry y Swann (2001) y Pandit *et al.* (2001 y 2003) encontraron que la intermediación financiera es una actividad económica basada en *clusters* en el Reino Unido.

Sin embargo, el análisis de otros centros financieros europeos fuera de Londres ha sido muy inferior al del *cluster* financiero londinense, a pesar de que pueden desempeñar un papel muy relevante en el desarrollo de ciertas regiones.

4. EL SECTOR DE SERVICIOS FINANCIEROS EN EL PAÍS VASCO

El desarrollo del Sector de Servicios Financieros (SSF) en el País Vasco es contemporáneo a la industrialización ocurrida desde mediados del siglo XIX. De hecho, el origen de la banca bilbaína está muy ligado a la explotación del mineral de hierro y a la construcción de ferrocarriles. En cualquier caso, entre 1857 y 1864 se fundan el Banco de Bilbao, el Crédito Vasco, la Sociedad Bilbaína General de Crédito, el Banco de San Sebastián y el Banco de Vitoria. Algo más tarde surgen el Banco de Comercio (1891), el Crédito de la Unión Minera y el Banco de Vizcaya (ambos en

1901) y otros bancos de vida efímera a principios de siglo. Las Cajas de Ahorro vascas surgen de forma paralela (la de Vitoria, en 1850; la de San Sebastián, en 1879; la de Guipúzcoa en 1896; la de Bilbao, en 1907; la de Álava en 1918; la de Vizcaya, en 1920). Al mismo tiempo, la Bolsa de Valores de Bilbao, cuya creación fue intentada en varias ocasiones a partir de 1860, es constituida finalmente en 1890, estimulando el desarrollo económico del territorio (Montero, 1996). Por último, la actividad naviera estimula el surgimiento de un sector asegurador hacia 1900, con la creación de las compañías Aurora y La Polar, mientras que Seguros Bilbao surge en 1918.

El peso del País Vasco en el sector financiero español de principios del siglo XX queda de manifiesto al estimar que, en esa época, el 17% del valor de los activos financieros estaba localizado en el País Vasco (Torrente Fortuño, 1966). También es significativo que sea Bilbao la sede del primer centro universitario español con estudios de economía y dirección de empresas (La Comercial, en 1916).

Hasta los últimos años del siglo XX el SSF del País Vasco tuvo al Banco de Bilbao, al Banco de Vizcaya (ambos fusionados en 1988 para formar el BBV) y a la Bolsa de Bilbao como los principales agentes de su actividad, aunque en los últimos años el protagonismo está más compartido con otras instituciones.

A pesar de que en las últimas décadas el SSF vasco ha perdido de alguna manera el papel destacado a nivel español que tuvo en otras épocas, aún es un sector de actividad con cierto peso en la Comunidad Autónoma del País Vasco. Como veremos en este apartado, el mantenimiento de ciertas actividades financieras en Euskadi es especialmente significativo si consideramos la gran concentración de los servicios financieros en Madrid y Barcelona. En la actuali-

dad, más de veinte mil personas trabajan en este sector, alrededor del 2% del total de trabajadores vascos.

Dadas las diferencias entre los distintos sectores financieros, hacemos un breve análisis de cada uno de ellos: entidades de crédito; aseguradoras; y empresas de servicios de inversión. Así, en el sector de entidades de crédito, hay 16 entidades con sede social en el País Vasco, de las que cinco son bancos (entre ellos, dos filiales del BBVA), tres son Cajas de Ahorros, dos son Cooperativas de Crédito, cinco son Establecimientos Financieros de Crédito y la sede en España de una entidad de crédito extranjera.

Uno de los motores tradicionales del sector financiero vasco, los bancos bilbaínos que hoy forman parte del gigante BBVA (42 millones de clientes en todo el mundo y más

de 800.000 accionistas), se ha ido alejando en los últimos años del País Vasco desde el punto de vista operativo. Así, aunque en la actualidad el BBVA sigue teniendo su sede en Bilbao, una parte importante de sus servicios centrales están localizados en Madrid, y se ha dado un trasvase de actividades desde Bilbao a Madrid. Además, las nuevas incorporaciones de personal técnico adscrito a los servicios centrales del banco se realizan principalmente en Madrid. Con todo, dada la dimensión del banco, la actividad que realiza en Bilbao sigue siendo importante para esta plaza financiera.

El crecimiento experimentado simultáneamente por las otras entidades de crédito vascas, no ha impulsado la actividad financiera lo suficiente como para hacer del País Vasco un centro bancario importante a nivel europeo. En el cuadro n.º 1 se recogen los principales datos de las entidades de depó-

Cuadro n.º 1
Entidades de depósito vascas 31-12-2006
(millones de euros)

	Activo	Patrimonio neto	Oficinas	Trabajadores
BBK	24.868	3.551	385	2.781
Kutxa	18.962	2.417	294	2.530
Caja Laboral	17.191	1.443	372	1.857
Guipuzcoano	9.014	484	256	1.228
Caja Vital	7.384	716	133	743
Ipar Kutxa	2.135	205	83	378
Bankoa	1.569	98	46	278
Total 7 entidades BBVA	81.123	8.914	1.569	9.795
(todo el mundo)	411.916	22.318	7.585	98.553
Entidades de depósito España	2.724.608	187.013	44.032	256.585

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales y del Banco de España.

sito con sede en Euskadi. Como se puede comprobar, las siete entidades con centros operativos en el País Vasco tan sólo suponen entre una tercera y una quinta parte del patrimonio neto o del activo del BBVA (que, debido a las circunstancias comentadas previamente, consideramos aparte) y un porcentaje reducido de los valores del sector bancario español.

Otro aspecto de interés en lo referente al sector bancario es que, desde los años ochenta, el negocio efectuado en las oficinas situadas en el País Vasco se han incrementado a un ritmo significativamente menor al del resto de España (al mismo tiempo que las entidades de depósito españolas más grandes se han internacionalizado de forma importante). Así, Euskadi aportaba un 9,15% del total de depósitos en España en junio de 1990, mientras que en junio de 2007 este porcentaje ha descendido hasta el 5,75%. Algo similar ocurre con los préstamos, los que se concedieron en oficinas del País Vasco se situaban en un 7,5% del total a principios de los noventa y en junio de 2007 no alcanzan el 5%. Pare-

ce, por tanto, que las posibilidades de consolidar un sector bancario potente en el País Vasco pasan por incrementar la presencia en otras regiones y países, con mayores ritmos de crecimiento.

Como hemos comentado, el sector asegurador también ha sido una actividad importante dentro de las finanzas vascas y con una larga tradición. Actualmente hay una docena de grupos aseguradores con sede en el País Vasco, los más importantes de los cuales son Seguros Bilbao (perteneciente al grupo Catalana Occidente), Axa Aurora (perteneciente al grupo Axa Winterthur) y Lagun Aro (perteneciente al Grupo Mondragón). Los principales datos de este sector en Euskadi, que supone un porcentaje pequeño de los valores globales de España, se recogen en el cuadro n.º 2.

Dentro de la tercera rama del sector financiero, estudiamos el sector de empresas de servicios de inversión. La temprana industrialización del País Vasco comparada con otras regiones peninsulares fomentó la actividad bursátil e inversora. En la actuali-

Cuadro n.º 2

Entidades aseguradoras vascas 31-12-2006
(millones de euros)

	Activo	Patrimonio neto	Trabajadores
Seguros Bilbao	1.312	87	550
Lagun Aro	852	86	333
Axa Aurora	3.166	120	158
Otras	1.869	254	295
<i>Total Entidades</i>	<i>7.199</i>	<i>547</i>	<i>1.336</i>
<i>Total España</i>	<i>205.948</i>	<i>21.951</i>	

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales y la DGS.

Cuadro n.º 3
Empresas de Servicios de Inversión (SV y AV) 2007
 (millones de euros)

	Nº de entidades	Fondos Propios 30-09-2007	Resultados Ene-Sept 2007	Negociación bursátil Participación 2007 ¹⁰
País Vasco	10	102,3	32,3	0,40%
Madrid	62	1.815,8	675,0	54,44%
Barcelona	22	167,6	40,2	12,41%
Resto de España	5	93,7	12,6	0,18%

Fuente: Elaboración propia a partir de la CNMV

dad, entre Sociedades de Valores (SV) y Agencias de Valores (AV) hay 10 entidades que prestan servicios de inversión y están radicadas en el País Vasco, además de otras dos Sociedades de Gestión de Carteras. Este dato es especialmente significativo, dado que la gran mayoría de estas entidades tienen su sede en Madrid o Barcelona. De hecho, fuera del País Vasco y de las dos capitales, tan sólo hay otras cuatro SV, una AV y dos Sociedades de Gestión de Carteras. Las empresas de servicios de inversión vascas (SV y AV) representan el 4,6% de los fondos propios de las entidades españolas y una cifra similar en cuanto a sus beneficios, como se puede ver en el cuadro n.º 3. Sin embargo, tan sólo participan en un 0,4% de la negociación bursátil, dado el gran tamaño de las entidades con sede en las capitales y el peso de las entidades de crédito que operan directamente en los mercados bursátiles.

Con respecto a los recursos gestionados a través de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), hay 11 sociedades gestoras de IIC (SGIIC) con sede en el País Vasco de las 120 registradas en España. En septiembre de 2007, estas once SGIIC gestionan

196 Fondos de Inversión (FI) y 104 Sociedades de Inversión (SICAV). Las SGIIC vascas gestionan 12.666 millones de euros, pertenecientes a, aproximadamente, 285.000 inversores; estas cifras suponen alrededor del 4,1% del patrimonio y del 4,4% de los inversores españoles. Como se puede observar en el cuadro n.º 4, estos valores son especialmente relevantes debido a la elevada concentración de este sector en Madrid y Cataluña. A este respecto, hay que señalar que esta actividad de servicios de inversión del BBVA, asentada en Madrid y computada en esta ciudad, gestiona más de 44.000 millones de euros (un 16% del patrimonio de las IIC), pertenecientes a más de un millón de inversores.

Otro dato que nos muestra el peso que tienen los servicios de inversión en el País Vasco y su evolución es la actividad de la Bolsa de Bilbao. Esta plaza ha aportado en el período enero-octubre de 2007 un 6,67%

¹⁰ La suma de la participación de las Empresas de Servicios de Inversión no alcanza el 100% de la negociación bursátil debido a la intermediación de entidades de crédito.

Cuadro n.º 4
Instituciones de Inversión Colectiva 30/09/2007

	Nº de SGIIC	Nº de FI gestionados	Nº SICAV gestionadas	Patrimonio gestionado*	Inversores FI	Inversores SICAV
País Vasco	11	196	104	12.666	275.565	11.705
Madrid	78	1.858	2.703	226.975	4.654.693	326.632
Cataluña	25	605	346	50.128	885.439	53.189
C.Valenciana	2	141	38	8.173	183.471	27.629
Resto de España	4	123	84	10.780	313.398	3.987

* En millones de euros

Fuente: Elaboración propia a partir de la CNMV

de la contratación en el sistema electrónico de interconexión bursátil (SIBE). Como se puede ver en el gráfico n.º 1, este porcentaje ha experimentado hasta el momento una cierta tendencia descendente, y alcanza un valor promedio del 8,5% en el período estudiado 1990-2006.

Aunque a través de SIBE se negocian los principales valores de la Bolsa española, aún se mantiene el mercado de corros para ciertos valores. En el cuadro n.º 5 se observa que la contratación en el mercado de corros en Bilbao es tan sólo una tercera parte de la que se produce en la Bolsa de Barcelona y un 0,035% de la contratación del mercado continuo.

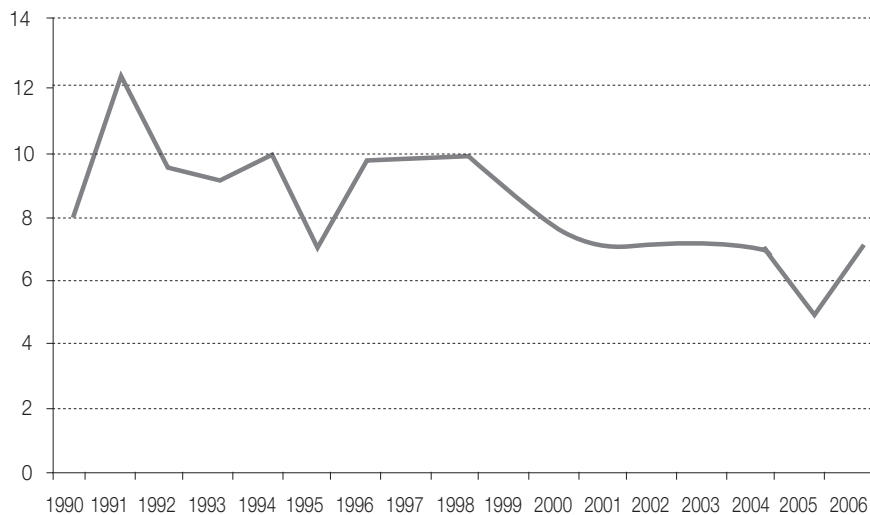
Para terminar este breve análisis del sector financiero vasco, comentamos su aportación al crecimiento económico. No consideramos aquí los efectos dinamizadores de la economía vasca que ha supuesto la presencia de un centro financiero importante (por ejemplo, inversiones en calidad de «socio financiero» en empresas vascas como Iberdrola, CAF, Gamesa...) sino que nos centramos exclusivamente en la generación de Valor Añadido Bruto (VAB) por este sector.

Podemos observar la evolución reciente del sector financiero en el País Vasco a través del VAB generado por esta actividad. Mientras a finales de la década de los ochenta Euskadi aporta un 8,3% del VAB del sector financiero español, en la actualidad esta aportación es de apenas un 6%. Este declive, recogido en el gráfico n.º 2, es significativo porque, simultáneamente, la aportación conjunta de Madrid y Cataluña se ha mantenido en niveles similares en los últimos veinte años, alrededor del 45% del total. Esto significa que, mientras el País Vasco ha perdido peso relativo en la actividad financiera, Valencia y Andalucía han incrementado ligeramente su peso en este sector desde el 17% del total estatal hasta el 20%.

Simultáneamente, el sector financiero ha perdido peso en la economía vasca, desde un 9,4% de la actividad económica a finales de los ochenta hasta situarse en un 5,4% del PIB vasco en 2002 según la serie estadística del INE; la reducción es menos dramática según Eustat, ya que en sus datos la aportación del sector financiero a la producción vasca se ha reducido del 6,98% de 1997 al 6,25% de 2006.

Gráfico n.º 1

**Participación de Bolsa de Bilbao en la negociación a través de SIBE
(en %)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Sociedad de Bolsas y Bolsa de Bilbao

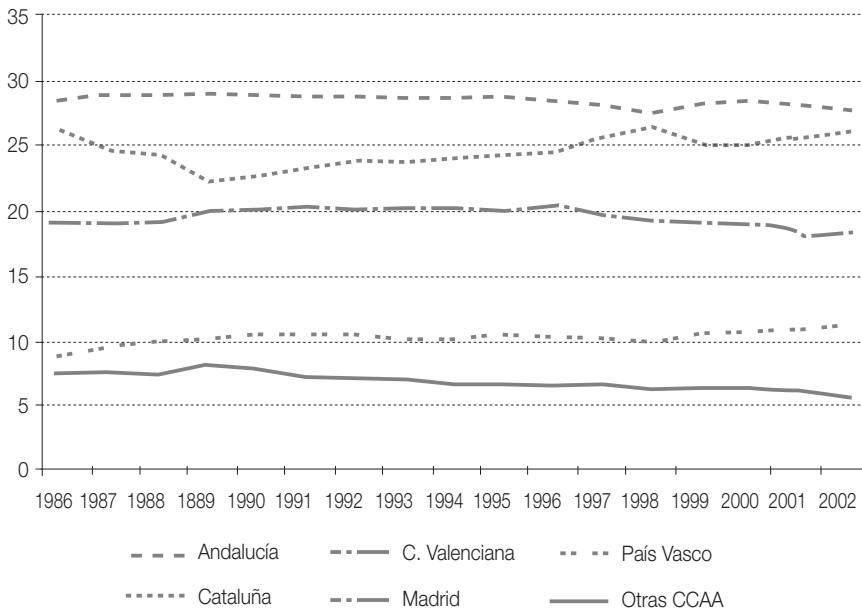
Cuadro n.º 5

**Bolsas de Valores 2006
(millones de euros)**

	Capitalización	Miembros de la bolsa	Contratación Renta Variable	Saldo Vivo Renta Fija
SIBE	813.764		1.144.562	
Madrid- Corros	9.946	51	3.231	2.678
Bilbao- Corros	1.532	11	403	3.290
Barcelona- Corros	7.370	33	1.192	15.198
Valencia- Corros	2.858	26	491	3.796

Fuente: Elaboración propia a partir de la CNMV

Gráfico n.º 2
Evolución de la aportación autonómica al VAB de los Servicios Financieros en España (86-02)
 (en %)



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

De acuerdo con los datos de economía regional del INE, esta reducción ha sido algo más acusada que en otras Comunidades Autónomas, como se puede ver en el gráfico n.º 3. Sin embargo, el País Vasco sigue siendo la tercera comunidad autónoma, tras Madrid y Cataluña, en la que el sector financiero tiene un peso mayor en el PIB.

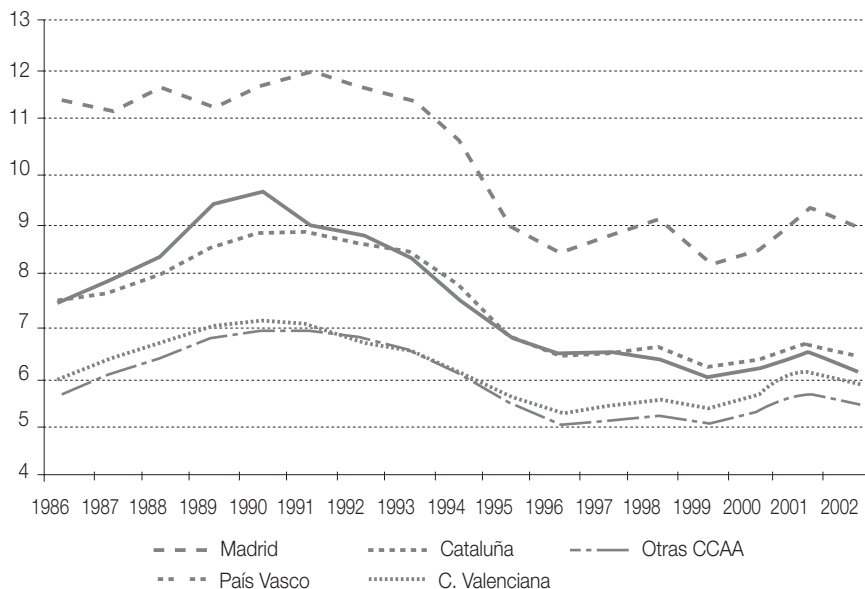
Los distintos subsectores financieros tienen pesos muy desiguales en la producción del SSF vasco. Así, aproximadamente un 60% corresponde a la actividad bancaria, un 30% a la aseguradora, y el resto a las actividades de servicios de inversión, tanto en facturación como en valor añadido¹¹.

Junto al efecto directo en la economía vasca, el SSF también tiene un efecto indirecto, ya que la actividad financiera demanda bienes y servicios producidos en el País Vasco por otros sectores económicos. En el año 2000, último año para el que se ha elaborado la simétrica *input-output* de la Comunidad Autónoma Vasca, los sectores económicos cuyas ventas al sector financiero tuvieron un mayor peso en su respec-

¹¹ Según los datos del Eustat (2007) sobre VAB. No incluimos los valores del SIFMI (servicios de intermediación financiera medidos indirectamente) ni aquí ni en el análisis posterior.

Gráfico n.º 3

Peso relativo de los Servicios Financieros en el PIB (86-02) (en %)



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

tiva facturación total fueron la *sanidad privada*, los *servicios informáticos*, las *comunicaciones*, el *transporte aéreo* y los *servicios a empresas*. En todos estos casos, más del 5% de las ventas intermedias¹² se dirigieron al sector financiero vasco. El SSF vasco es el décimo sector por compras a otros sectores regionales, con un 2,74% del total de compras interindustriales.

Aplicando el método de las tablas *input-output*, el efecto multiplicador del SSF en la economía vasca en el año 2000 sería de un 153,38% (el coeficiente tipo I tiene el valor

1,533)¹³. Es decir, si aumentara en un millón de euros la demanda del sector financiero vasco, se generaría una demanda adicional de más de medio millón de euros (unos 533.800 €). Los sectores locales más beneficiados por el crecimiento del SSF vasco serían, de acuerdo con este método, además del propio sector financiero, los *servicios a empresas*, las *comunicaciones*, la *construcción* y la *actividad inmobiliaria*.

¹² Ventas a otros sectores económicos locales, excluyendo la demanda final (consumo, exportaciones...).

¹³ El coeficiente o multiplicador de la producción tipo I, se deriva de las tablas input-output y permite calcular el efecto tractor de un sector determinado sobre el conjunto de la economía. Incluye los efectos directos e indirectos sobre la producción total de variaciones en la producción de un determinado sector.

En resumen, el sector financiero, una actividad tradicional de la economía vasca y soporte fundamental de su desarrollo en los últimos dos siglos, pierde peso de forma paulatina en el conjunto del sector español. A pesar de ello y de la concentración en Madrid (en menor medida, también en Barcelona) de los servicios financieros que se prestan en España¹⁴, se ha mantenido una actividad financiera relevante en el País Vasco, aunque actualmente el sector financiero de Euskadi, dado su tamaño menor en el conjunto del sector, no sostiene una red regional importante de empresas auxiliares.

Sin embargo, el SSF es un sector que produce alto valor añadido¹⁵, que genera efectos positivos en la actividad económica, que permite ofrecer servicios a otras regiones y países¹⁶, y que da visibilidad internacional a las ciudades y regiones en las que se concentra. Por lo tanto, en nuestra opinión podría ser interesante para el País Vasco recuperar el protagonismo perdido en el sector financiero. La pregunta inmediata es si es posible desarrollar un centro financiero moderno y competitivo en el País Vasco y la respuesta puede encontrar en el caso escocés que comentamos a continuación.

5. LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR FINANCIERO EN ESCOCIA

Escocia tiene una larga tradición de proveer servicios financieros que se remonta al período previo a la Revolución Industrial: el Bank of Scotland fue fundado en 1695. Durante el siglo XVIII se fundaron decenas de bancos que suministraron la financiación necesaria para el comercio y la producción industrial de este país durante la Revolución Industrial (Lynch, 1991; Devine, 2006). Aunque Escocia perdió sus Bolsas de Valores (llegó a haber cinco en funcionamiento) hace varias décadas, la región ha sido capaz de mantener una fuerte comunidad financiera, con una alta reputación tanto en banca como en seguros y gestión de fondos de pensiones. Así, en 2007 Escocia aún tiene las sedes y los centros operativos de dos de los más grandes bancos europeos (Royal Bank of Scotland y Halifax Bank of Scotland). Las empresas de servicios financieros se localizan sobre todo en Edimburgo y Glasgow, aunque otras ciudades del «cinturón central escocés» («Central Belt») cuentan también con sedes o centros operativos de empresas financieras. En los últimos años el gobierno regional ha tenido un papel impulsor muy relevante en el desarrollo del sector financiero (FiSAB, 2007).

En la actualidad, el SSF escocés supone casi el 10% de los puestos de trabajo de Escocia, si se incluye el empleo indirecto, y produce directamente un 7% del PIB escocés (FiSAB, 2007). Su crecimiento ha sido continuo en los últimos años, superando tanto la evolución general del SSF británico como la de la economía regional. El gráfico n.º 4 permite ver esta evolución comparada, dando un valor de referencia 100 al valor añadido bruto (VAB) del sector y al PIB de 1998.

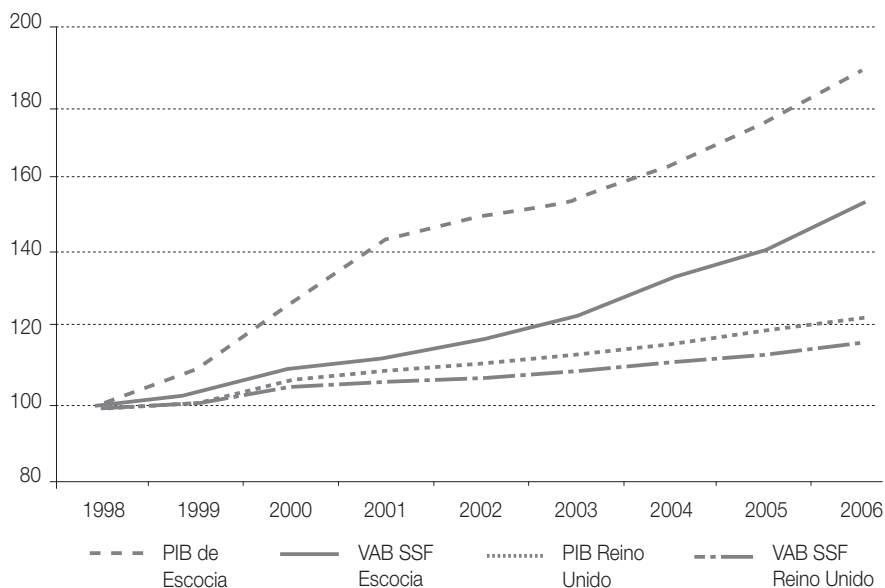
¹⁴ En algunos mercados financieros, la concentración se ha producido en Londres.

¹⁵ De los 84 sectores económicos con actividad productiva en Euskadi, la actividad bancaria es la sexta que más valor añadido produce por unidad de venta, mientras que el sector de auxiliares financieros y los seguros se clasifican en 12º y 15º posición respectivamente (tabla simétrica año 2000, Eustat 2007).

¹⁶ En el País Vasco se exportaron servicios financieros en 2000 por un valor de 212 millones de euros al resto del Estado y por un valor de 56 millones a otros países. Las importaciones de servicios financieros fueron de 127 millones y de 31 millones respectivamente (tabla simétrica año 2000, Eustat 2007).

Gráfico n.º 4

Evolución del VAB de los Servicios Financieros y del PIB total en Escocia y el Reino Unido (98-06)



Fuente: ONS y Scottish Executive

Este crecimiento reciente, que ha llevado a la publicidad institucional a afirmar que Escocia es actualmente el segundo lugar para localizar los servicios financieros en Europa, tras Londres (*Scottish Development International*, 2007, p. 4)¹⁷, no era previsible en el cambio de milenio. De hecho, entonces el futuro del sector financiero en Escocia era poco prometedor y se temía que se convirtiera en una actividad residual (Cap Gemini Ernst & Young, 2001).

Como hemos señalado, recientemente el SSF ha incrementado de forma notable su peso en la economía escocesa. De acuerdo con las TIO escocesas, la evolución ha sido notable: de representar un 4,18% del PIB escocés en 1998, los servicios financieros han alcanzado el 6,67% en 2003 (y el avance para 2006 sitúa su aportación en el 7,62% del PIB). Si la fuente utilizada es la Oficina británica de estadística (ONS), el incremento habría sido aún superior: desde un 4,5% del PIB escocés en 1989 (un 5,28% en 1998) a un 8,25% en 2004, último año disponible.

¹⁷ Aunque la evolución reciente ha sido muy positiva, posiblemente esta afirmación sea excesivamente optimista.

Al mismo tiempo, según la ONS el SSF escocés ha incrementado su peso en el SSF británico, desde el 6,6% de 1989 hasta el

Gráfico n.º 5

**Peso del sector de servicios financieros (SSF) escocés
(en %)**



Fuente: ONS

7,94% en 2004¹⁸. Este incremento es especialmente significativo si se considera que el sector ha seguido concentrándose en Londres durante este período, mientras que otras regiones británicas con una actividad financiera significativa han reducido su importancia. Así, las regiones inglesas *South East*, *East of England* y *North West* aportaban el 35,37% del VAB del SSF británico en 1989 mientras que apenas alcanzaban el 29% en 2004. En los años ochenta, en estas tres regiones el VAB producido por

los servicios financieros superaba el producido en Escocia. A principios del siglo XXI Escocia ha superado al Noroeste de Inglaterra (*North West*), y si la tendencia actual continúa, sobrepasara también a la región *South East* en 2010.

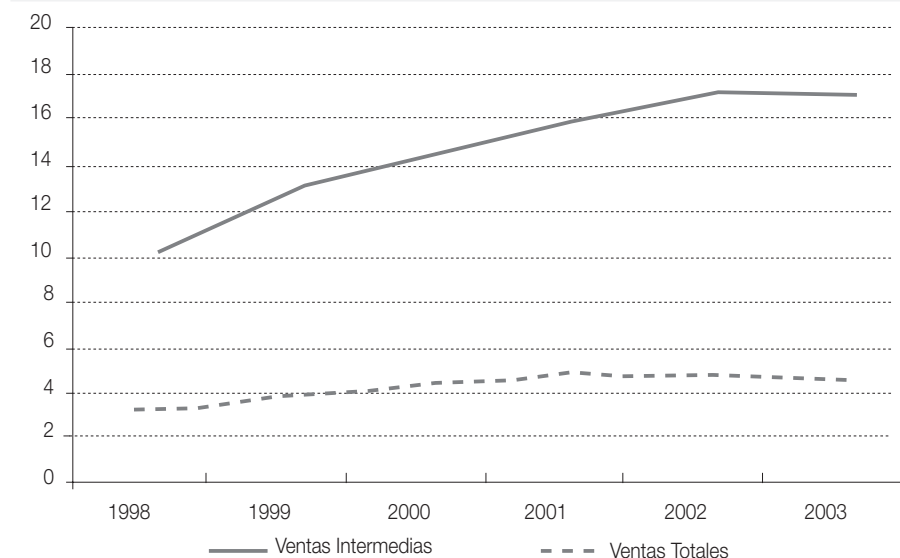
La tendencia del SSF escocés se muestra en el gráfico n.º 5, donde se recoge su incremento de peso tanto en la economía escocesa como en el SSF británico.

De igual forma, el desarrollo reciente del SSF en Escocia ha situado a esta región como la segunda en el Reino Unido por aportación del SSF al PIB regional, tras Londres. Es cierto que los servicios financieros han incrementado su aportación al

¹⁸ La fuente de los datos regionales es la ONS. El Reino Unido se divide en 12 regiones: Londres, otras ocho regiones inglesas, Escocia, Gales e Irlanda del Norte.

Gráfico n.º 6

Peso del SSF escocés en las ventas de otros sectores regionales (98-03)
(en %)



Fuente: Scottish Executive

PIB en todas las regiones británicas en el período 1989-2004, pero el crecimiento escocés en este período supera ampliamente el experimentado en otras regiones (84% de aumento en Escocia; 57% en Londres; y 25% en el resto del Reino Unido). Así, mientras en 1989 había cinco regiones en las que su SSF aportaba al PIB regional más que Escocia (Londres, *East of England*, *South East*, *South West* y *North West*), en 2004 sólo Londres tiene un sector financiero con mayor peso relativo en la economía regional.

La importancia económica del SSF escocés supera su participación directa en el PIB regional. Para estimar mejor el impacto económico que tiene para la economía escocesa la evolución del SSF vamos a utilizar las

TIO para Escocia¹⁹ de los años 1998 a 2003 (*Scottish Executive*, varios años).

El SSF escocés es un importante consumidor de bienes y servicios suministrados por otros sectores económicos escoceses. En el gráfico n.º 6 se puede observar la evolución del peso que las compras efectuadas por el SSF escocés tienen sobre las ventas efectuadas por los demás sectores económicos regionales, distinguiendo las «ventas intermedias» (realizadas a otros sectores productivos) de las «ventas totales». Estas últimas recogen las ventas intermedias más las dirigidas a satisfacer la

¹⁹ Usamos la matriz «industry by industry» de flujos entre sectores.

demanda final (consumo e inversiones realizadas por cualquier agente económico local y exportaciones).

Así, durante el período 1998-2003 más del 10% de las ventas intermedias de los demás sectores productivos escoceses se ha dirigido anualmente al SSF regional; si consideramos las ventas totales, el porcentaje de participación se sitúa alrededor del 4%²⁰.

El papel del SSF como cliente de otros sectores productivos se convierte en fundamental en ciertos casos como los «servicios postales» o la «auditoría». Los sectores económicos en los que las compras del SSF escocés superan el 10% de las ventas totales, representan un 11% del PIB escocés como media en el período 1998-2003 (Larreina, 2007).

Al igual que en el caso vasco, las tablas *input-output* se pueden utilizar para mostrar el efecto que las variaciones exógenas en la demanda de servicios financieros tendrían en el resto de la economía escocesa, como Haines (1998) efectuó para otros sectores económicos.

Nuestros resultados son que el multiplicador tipo I del SSF escocés oscila entre 1,586 y 1,818 en el período 1998-2003 (Larreina, 2007). Esto significa que, si la demanda de servicios financieros se incrementase en un millón de libras, las necesidades de servicios y de otros productos del sector financiero escocés provocarían un incremento adicional de la producción de los sectores económicos escoceses por un valor entre 586.000 y 818.000 libras²¹. Los

sectores económicos que más se beneficiarían del crecimiento de los servicios financieros, además del propio sector financiero, son *otros servicios a empresas, telecomunicaciones, servicios informáticos, servicios postales y edición y artes gráficas* (Larreina, 2007).

Efectivamente, el incremento de la producción generado por el SSF escocés durante el período 1998-2003 ha impulsado el consumo de bienes y servicios de los cinco sectores económicos mencionados. De hecho, las ventas de estos cinco sectores al SSF escocés han aumentado desde 1.081 millones de libras en 1998 hasta 1.928 millones en 2003.

En esta sección hemos subrayado que el SSF escocés ha tenido una evolución en los últimos años mucho mejor que la de otras regiones del Reino Unido, habiendo experimentado un crecimiento muy meritorio teniendo en consideración que la concentración de la actividad en Londres no se ha detenido. Evidentemente, Escocia no compete directamente como plaza financiera con Londres, que es considerada el centro financiero global por excelencia, sino como localización para los servicios financieros con otras plazas financieras de segundo nivel en Europa.

6. EL SECTOR FINANCIERO VASCO Y EL CLUSTER FINANCIERO ESCOCÉS: UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL

Como hemos visto en los apartados anteriores, tanto la situación del sector financiero vasco a nivel estatal e internacional como su evolución en los últimos años han sido peores que las del *cluster* financiero escocés. En este apartado vamos a ampliar esta comparación a otras plazas financieras europeas de segundo nivel.

²⁰ Como comparación, en el caso vasco estos valores serían del 2,74% y 0,93%, respectivamente, en el año 2000.

²¹ Esta sería la nueva situación de equilibrio, suponiendo que el incremento de demanda del sector financiero fuera la única variación en la demanda y que no hubiera cambios en las relaciones entre sectores económicos.

Cuadro n.º 6
Comparación del SSF

	Población (miles de pers.)	PIB (mill. €)	VAB del SSF (moneda nacional)	VAB del SSF (mill.€)
Suiza	7.364	287.792	62.529 CHF mill.	41.110
Escocia	5.057	113.393	£ 6.060 mill.	8.753
País Vasco	2.120	49.241	€ 2.753 mill.	2.753

Fuente: Eustat, Scottish Executive y ONS, OFS
 Tipo de cambio a fecha 31/12/2003

En los últimos años Escocia ha tenido un comportamiento mucho mejor que otras plazas financieras europeas; sin embargo, resulta de gran interés que siga siendo una plaza relativamente desconocida fuera del Reino Unido (IBM, 2005). La dispersión geográfica del SSF escocés puede ser una explicación plausible de este desconocimiento relativo. La mayor parte de las investigaciones efectuadas en relación con la localización de los servicios financieros se ha llevado a cabo centrándose en ciudades y olvidando espacios regionales del tipo «conurbación», como el *Central Belt* escocés. Por ejemplo, Taylor *et al.* (2002a, 2002b) no incluyen ciudades escocesas en su análisis, dado que tanto Glasgow como Edimburgo no alcanzan de forma individual los valores mínimos requeridos. Dado que ciudades como Amberes, Dusseldorf o Hamburgo sí se incluyen en el estudio, parece probable que una ciudad «Edimburgo-Glasgow» hubiera pasado el filtro de este análisis. De hecho, Beaverstock *et al.* (2001) clasifican a Glasgow y a Edimburgo como las plazas financieras 138 y 145 del mundo, de un grupo de 316 ciudades. Su puntuación conjunta les hubiera situado hacia el puesto 50 de la clasificación.

Un primer indicador de la importancia del SSF es el empleo ligado a la actividad financiera. El País Vasco cuenta en la actualidad con unas 23.000 personas trabajando en el sector financiero (Eustat, 2007). En 2007 la industria financiera emplea en Escocia a 108.000 personas (FiSAB, 2007), una fuerza laboral comparable a la estimada en 2005 (IBM, 2005) en un centro financiero tan importante como Frankfurt (100.000 trabajadores), y muy superior a la de Ámsterdam (45.000 trabajadores) o Luxemburgo (40.000 trabajadores). Suiza, un país con siete millones y medio de habitantes y que sigue siendo un importante centro financiero internacional, emplea a más de 200.000 personas en el SSF (OFS, 2007).

Otro indicador relevante es el propio valor añadido generado por los servicios financieros. El País Vasco tiene una población y PIB inferiores a los de Escocia o Suiza (algo menos de la mitad y la tercera parte, respectivamente); sin embargo y como se puede ver en el cuadro n.º 6, en el SSF los valores del País Vasco no alcanzan el 7% de los valores suizos o la tercera parte de los escoceses.

7. CONCLUSIONES

El sector financiero ha experimentado en los últimos años un relevante proceso de concentración e internacionalización, que ha modificado sus principales características. Los mercados financieros se han beneficiado de las nuevas tecnologías, del mayor conocimiento financiero de los inversores y del levantamiento de barreras a la inversión avanzando en tres direcciones (la desintermediación, la desregulación y la descompartmentalización) de forma simultánea.

El proceso de cambio en el sector financiero (sus causas, sus características y sus consecuencias) ha sido estudiado de forma exhaustiva por numerosos investigadores. Sin embargo, los estudios referidos a los lugares en los que se están concentrando las actividades financieras son más escasos, especialmente en lo referido a los centros financieros regionales.

Diversos autores han previsto en las últimas décadas que el sector de servicios financieros se concentraría en los principales centros financieros internacionales o que se convertiría en una actividad «virtual» en la que la localización geográfica de quien preste el servicio no sería relevante. Aunque efectivamente se ha avanzado en ambas direcciones, también se comprueba que regiones que albergan centros financieros de segundo nivel aún tienen un papel importante en la industria, como puede probar el reciente crecimiento del sector financiero en Escocia.

El desarrollo del sector financiero en estos centros financieros de segundo nivel se puede estimular mediante un espíritu más creativo e innovador en el sector financiero regional, como en California (Leyshon y Pollard, 2000), o a través de la especialización en nichos de mercado en los que la

región sea competitiva, como Suiza (Cassis, 2006).

El País Vasco ha disfrutado de una larga tradición financiera, al menos desde mediados del siglo XIX. En la actualidad, mantiene una Bolsa de Valores integrada dentro del *holding* BME, tiene la sede social de uno de los principales bancos europeos (aunque la sede operativa está principalmente en Madrid), y dispone de entidades de crédito, compañías de seguros y empresas de servicios de inversión locales. Sin embargo, la tendencia reciente muestra que el sector financiero vasco pierde peso en el conjunto del sector financiero español y también se reduce su aportación porcentual a la economía vasca.

Dados estos datos agregados no muy esperanzadores, en este artículo hemos pretendido responder a la pregunta ¿hay espacio para un *cluster* financiero en el País Vasco? Como hemos visto en el caso escocés, una región periférica puede experimentar un fuerte crecimiento de su sector financiero. En pleno siglo XXI, el fuerte y prolongado crecimiento del sector financiero escocés ha permitido a Escocia recortar la distancia que le llevaban otros territorios británicos (excepto Londres), en el desarrollo y competitividad del sector financiero. Aún así, centros financieros consolidados como Suiza tienen un sector financiero más potente. El proceso de integración europea, que ha impulsado una cada vez mayor especialización regional en ciertos sectores económicos (Fatas, 1997; Forni y Reichlin, 1998), junto a los avances de la integración de los mercados financieros en Europa, son unas noticias excelentes para las regiones que proporcionan los servicios financieros a escala internacional.

Pese a que el sector financiero no es en la actualidad una de sus mayores fortalezas, la oportunidad que tiene el País Vasco

para incrementar su especialización en el sector financiero es real. La tradición financiera y la permanencia de un sector de servicios financieros pequeño pero activo, la relativa riqueza de los habitantes, el elevado nivel de formación financiera de los inversores, la existencia de técnicos óptimamente preparados, la situación geográfica... permitirían, en nuestra opinión, el desarrollo de un centro financiero regional en el País Vasco. Al mismo tiempo, creemos que su desarrollo sería una buena noticia para la economía y la sociedad vascas, necesitadas de sectores económicos de esas características: difícilmente «deslocalizable» en la situación actual, un sector de servicios que ejerce una presión directa no muy alta sobre el medio ambiente, con sueldos elevados y con capacidad para retener a jóvenes con alto nivel de formación financiera que actualmente buscan trabajo fuera del País Vasco.

No hemos analizado en este artículo qué estrategia favorecería el desarrollo de este *cluster* financiero, que necesariamente es-

taría volcado a «exportar» sus servicios, prestándolos en un área mucho mayor que el propio País Vasco. Sin embargo, en Gómez-Bezares *et al.* (2001) ya apuntábamos qué opciones podía tener Bilbao para su desarrollo como plaza financiera regional. Las mismas opciones son válidas para el conjunto del País Vasco, que podría aprovechar su situación estratégica para dar servicio a buena parte del arco atlántico europeo²². Además, el ejemplo escocés puede ser ilustrativo: el crecimiento del sector financiero ha sido impulsado por la coordinación de las Administraciones Públicas, las empresas privadas de servicios financieros y el mundo académico, a través del *Financial Services Advisory Board* y de otros grupos y organismos. En este sentido, debería efectuarse un planteamiento estratégico sobre el sector financiero vasco y su futuro. Los autores de este artículo estaríamos orgullosos de haber contribuido a generar ese debate, tan necesario dados los importantes cambios que experimenta el sector financiero.

²² En referencia a las tantas veces propuesta y aún no materializada fusión de las Cajas de Ahorros vascas, en nuestra opinión un movimiento que crease una entidad con suficiente peso específico como para crecer en el mercado español e internacional, dotaría de una entidad «líder» al sector financiero vasco y sería muy positivo para el mismo y para la economía en su conjunto. Sin embargo, una fusión defensiva, dirigida a mantener la cuota del mercado vasco con un significativo ahorro de costes, sería una ocasión perdida para que el País Vasco viera resurgir su sector financiero.

Interesa mencionar que a finales de 2007 se ha producido un interesante movimiento hacia la integración del SSF vasco, con la entrada de BBK en el capital de Fineco (SV) como socio mayoritario, una operación que puede generar importante sinergias para ambas compañías.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAHAM, J.P. y Van DIJCKE, P. (2002): *European Financial Cross-Border Consolidation: At the crossroads in Europe?*, SUERF Studies 22, SUERF, Wien.
- AGNES, P. (2000): «The «End of Geography» in Financial Services? Local Embeddedness and Territorialization in the Interest Rate Swaps Industry», *Economic Geography*, Vol. 76, 4: 347-366.
- AKHIGBE, A. y McNULTY, J.E. (2003): «The profit efficiency of small US commercial banks», *Journal of Banking and finance*, 27: 307-325.
- ALIBER, R.Z. (1980): «The integration of the offshore and domestic banking systems», *Journal of Monetary Economics*, 6: 509-526.
- AMEL, D.; BARNES, C.; PANETTA F. y SALLEO, C. (2004): «Consolidation and efficiency in the financial sector: a review of the international evidence», *Journal of Banking and finance*, 28: 2493-2519.
- AYADI, R. y PUJALS, G. (2005): *Banking Mergers and Acquisitions in the EU: Overview, Assessment and Prospects*, SUERF Studies 2005/3, SUERF, Wien.
- BARROS P.P.; BERGLÖF, E.; FULGHIERI, P.; GUAL, J.; MAYER C. y VIVES X. (2005): *Integration of European Banking: The Way Forward*, Fundación BBVA, Bilbao.
- BARTKE R. et al: (2000): *Financial Services in Tampa Bay: Growth, Impact and Opportunities*, University of South Florida, Tampa.
- BAUMANN, U.; HOGGARTH, G. y PINE, D. (2005): *The substitution of bank for nonbank corporate finance: evidence for the United Kingdom*, Working Paper, 274, Bank of England, London.
- BCE, BANCO CENTRAL EUROPEO (2007): *Financial integration in Europe. March 2007*, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.
- BEAUDRY, C. y SWANN, P. (2001): *Growth in industrial clusters: A bird's eye view of the United Kingdom*, Research Discussion Paper No. 00-38, Stanford Institute for Economic Policy, Stanford.
- BEAVERSTOCK, J.V.; HOYLER, M.; PAIN, K. y TAYLOR, P. J. (2001): *Comparing London and Frankfurt as world cities: A relational study of contemporary urban change*, Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, London.
- BECATTINI, G. (1979): «Dal Settore industriale al distretto industriale. Alcune considerazioni sull'unità di indagine dell'Economia industriale», *Rivista di Economia e politica industriale*, 1: 7-21.
- (1988): *Alcune considerazioni sul concetto di distretto industriale*, Quadern 88/05, Institut d'Estudis Metropolitans de Barcelona, Universitat Autònoma de Barcelona, Barcelona.
- (2002): «Industrial sectors and industrial districts: Tools for industrial analysis», *European Planning Studies*, vol. 10, 4: 483-493.
- BECK, T., D. EMIRGÜÇKUNT, A. y LEVINE, R. (2006): «Bank concentration, competition and crises: First results», *Journal of Banking and finance*, 30: 1581-1603.
- BERGER, A.N. y MESTER, L.J. (1997): «Inside the black box: What determines differences in the efficiency of financial institutions», *Journal of Banking and Finance*, 21: 895-947.
- BERGER, A.N.; DEMSETZ, R.S. y STRAHAN, P.E. (1999): «The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences and implications for the future», *Journal of Banking and finance*, 23: 135-194.
- BERTRAND, R. (1969): «Prospects for Integration of European Capital Markets: Comment», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, 3: 347-349.
- BIKKER, J.A. (2004): *Competition and efficiency in a unified European banking market*, Edward Elgar, Cheltenham.
- BIKKER, J. A. y BOS, J. W. B. (2005): *Trends in competition and profitability in the banking industry*, SUERF Studies 2005/2, SUERF, Wien.
- BINDEMANN, K. (1999): *The future of European financial centres*, Routledge, London.
- BUCH, C.M. y DeLONG, G. (2004): «Crossborder bank mergers: What lures the rare animal?», *Journal of Banking and finance*, 28: 2077-2102.
- CAMPA, J.M. y HERNANDO, I. (2006): «M&As performance in the European Financial industry», *Journal of Banking and finance*, 30: 3367-3392.
- CAP GEMINI ERNST & YOUNG (2001): *Financial services supply chain research*, Scottish Enterprise, Glasgow.
- CASSARD, M. (1994): *The Role of Offshore Centers in International Financial Intermediation*, IMF Working Paper WP/94/107, IMF, Washington DC.
- CASSIS, Y. (2006): *Capitals of Capital*, Cambridge University Press, Cambridge.
- CASU, B.; GIRARDONE, C. y MOLYNEUX, P. (2004): «Productivity change in European banking: A comparison of parametric and nonparametric approaches», *Journal of Banking and finance*, 28: 2521-2540.
- CBS, CENTRAAL BUREAU VOOR de STATISTIEK (2007): *Productie en verbruik (1988-2005)*, consultado en www.cbs.nl

- CETORELLI, N.; HIRTLE, B.; MORGAN, D.; PERISTIANI, S. y SANTOS, J. (2007): «Trends in Financial Market Concentration and their Implications for Market Stability», *FRBNY Economic Policy Review*, March 2007: 33- 51.
- CHEMMANUR, T.J. y WHILHELM, W.J. (2002): «Guest editor's introduction: New technologies, financial innovation and intermediation», *Journal of Financial Intermediation*, 11: 2-8.
- CHOI, S-R.; TSCHOEGL A. E. y YU, C.M. (1986): «Banks and the World's Major Financial Centres 1970-1980», *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 123, 4: 48-64.
- CHOI, S-R.; PARK, D. y TSCHOEGL, A. E. (2002): *Banks and the World's Major Financial Centres, 2000*, Working Paper 02-36, Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia, Pennsylvania.
- COAKLEY, J. (1992): «London as an international financial market», en L. Budd y S. Whimster (eds), *Global finance and urban living*, Routledge, London: 52-72.
- COQ HUELVA, D. (2003): «Globalización financiera. ¿Una nueva forma de acumulación de capital?», *Ekonómiaz*, 53: 296-313.
- COMISIÓN EUROPEA (2005): *Crossborder consolidation in the EU financial sector*, Commission Staff Working Document 25 October 2005, Bruselas.
- (2006): *Financial integration monitor 2006*, DG Mercado Interior y Servicios, Bruselas.
- (2007): *European Financial Integration Report 2007*, Commission Staff Working Document 12 December 2007, Bruselas. Consultado en http://ec.europa.eu/internal_market/finances/fim/index_en.htm
- COOK, G.A.S.; PANDIT, N.R.; BEAVERSTOCK, J.V.; TAYLOR, P.J. y PAIN, K. (2003): *The clustering of financial services in London*, GaWC Research Bulletin 124, consultado en www.lboro.ac.uk/gawc.
- CORBRIDGE, S.; MARTIN, R. y THRIFT, N. (1994): «Money, Power and Space: Introduction and Overview», en Corbridge, Martin y Thrift (eds), *Money, Power and Space*, Blackwell, Oxford: 1-25.
- CUMMING, C. (2006): «Review of recent trends and issues in financial sector globalisation», *BIS papers*, 32 *Financial Globalisation*: 12-19.
- DAVID, P.A. (1985): «Clio and the Economics of QWERTY», *The American Economic Review*, Vol. 75, 2: 332-337.
- DE FILIPPIS, F. (2000): «Distrettualità e politica agraria», *La Questione Agraria*, 2-2.000: 37-41.
- DE VINCENZO, A.; DORIA C. y SALLEO, C. (2006): *Efficiency vs. Agency motivations for bank takeovers: some empirical evidence*, Temi di discussione, 587, Banca d'Italia, Roma.
- DEVINE, T.M (2006): *The Scottish nation 1700-2007*, Penguin, London.
- EDWARDS, B. (1998): «Capitals of capital. Financial centres survey», *The Economist*, 7th May: 8-16.
- ERRICO, L. y MUSALEM, A. (1999): *Offshore banking: An analysis of Microand Macro-Prudential Issues*, IMF Working Paper WP/99/5, IMF, Washington DC.
- EUSTAT (1999): *Tablas Input-Output de la CAPV 1995. Análisis de resultados*, Gobierno Vasco, Vitoria.
- 2007): *Tablas Input-Output de la CAPV años 2000 y siguientes*, Gobierno Vasco, Vitoria. Consultado en www.eustat.es
- FAMIGLIETTI, A. (2001): «Il distretto di Solofra: la politica del marchio unico», *Novus Campus 1.2001*: 66-95.
- FATÁS, A (1997): «EMU: Countries or regions? Lessons from the EMS experience», *European Economic Review* 41: 743-751.
- FAULCONBRIDGE, J.R.; ENGELEN, E.; HOYLER, M. y BEAVERSTOCK, J.V. (2006): *Analysing the Changing Landscape of European Financial Centres: The Role of Financial Products and the Case of Amsterdam*, GaWC Research Bulletin 217, consultado en www.lboro.ac.uk/gawc.
- FISAB (2007): *The Strategy for the Financial Services Industry in Scotland*, Financial Services Advisory Board, Edinburgh.
- FORNI, M. y REICHLIN, L. (1998): *National policies and local economies, Europe and the United States*, CEPR Discussion Paper, 1632, Centre for Economic Policy Research, London.
- FRENCH, S. (2002): «Gamekeepers and gamekeeping: assuring Bristol's place within life underwriting», *Environment and Planning A*, vol. 34: 513-541
- FRIEDMANN, J. (1986): «The world city hypothesis», *Development and Change*, 17: 69-84.
- FRIEDMANN, J. y WOLFF, G. (1982): «World city formation: an agenda for research and action», *International Journal of Urban and Regional Research*, 3: 309-344.
- FRÖBEL, F.; HEINRICHS, J. y KREYE, O. (1980): *The New International Division of Labour*, Cambridge University Press, Cambridge.
- FROST, M. E. y SPENCE, N.E. (1991): «Employment Changes in Central London in the 1980s. Understanding Recent Forces for Change and Future Development Constraints», *The Geographical Journal*, Vol. 157, 2: 125-135.

- GOLDBERG, L.S. (2007): «Financial sector FDI and host countries: New and Old lessons», *FRBNY Economic Policy Review*, March 2007: 1-17.
- GOMEZ-BEZARES, F.; MADARIAGA, J.A.; SAN-TIBAÑEZ, J.; MARCO, J.A. y FERNANDEZ, J. (2000): *Las plazas financieras en una economía global. Una propuesta estratégica para Bilbao*, BBK, Bilbao.
- GOMEZ-BEZARES, F.; MADARIAGA, J.A.; SAN-TIBAÑEZ, J. y LARREINA, M. (2001): «Estrategia en la nueva industria de plazas financieras. Una propuesta estratégica para Bilbao», *Ekonomiaz*, 48: 396-432.
- GOURLAOUEN, J.P. (1988): *Les nouveaux instruments financiers*, Vuibert, Paris.
- GROUP OF TEN (2001): *Report on consolidation in the financial sector*, BIS, Basel.
- HAINES, P. (1998): *The Whisky Industry & the Regional Economy: an Economic Analysis of Imminent Innovations in Public Policy*, PhD thesis, University of St. Andrews, St. Andrews, Scotland.
- HALUSHKA, A.; MCCRONE, A.; MCWILLIAMS, D.; PRAGNELL, M.; WALLEY, D. y WARD, L. (2005): *The City's importance to the EU economy 2005*, Centre for Economic and Business Research and Corporation of London, London.
- HEDRICK-WONG, Y.; BHASKARAN, M.; GANG, F.; GOLDBERG, M.; LEVER, W.; LEVI, M. D.; SASSEN, S. y TAYLOR, P.J. (2007): *Worldwide Centers of Commerce Index 2007*, Mastercard, Purchase (New York).
- HIRSCHMAN, A.O. (1958): *The strategy of economic development*, Yale University Press, Massachusetts.
- HUGHES, J.P.; LANG, W.W.; MESTER, L.J. y MOON, C.G. (1999): «The dollars and sense of bank consolidation», *Journal of Banking and finance*, 23: 291-324.
- IACAPONI, L. (1990): «Distretto industriale marshalliano e forme di organizzazione delle imprese in agricoltura», *Rivista di economia agraria*, XLV, 4: 711-743.
- IACAPONI, L. (2001): «Distrettualità agricola: una difficile (e breve?) navigazione tra opposti paradigmi economici», *La Questione Agraria*, 4-2.001: 111-118.
- IBM (2005): *Benchmarking Scotland as a location for financial services*, Scottish Enterprise, Glasgow.
- IEN, INSTITUTO DE ESTADÍSTICA DE NAVARRA (2001): *Cuentas regionales de Navarra 1998. Tablas Input-Output*, Gobierno de Navarra, Pamplona.
- IMF (2000): *Offshore Financial Centers. The Role of the IMF*, International Monetary Fund, Washington DC.
- JOHNS, R.A. (1982): *Tax havens and Offshore finance: a study of transnational economic development*, St. Martin's Press, New York.
- KINDLEBERGER, C.P. (1974): *The formation of financial centres: a study in comparative economic history*, Princeton Studies in International Finance, 36, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- KRUGMAN, P. R. (1987): «Economic Integration in Europe: Conceptual Issues», in T. Padoa-Schioppa (ed.), *Efficiency, Stability and Equity: a Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community*, Oxford University Press, Oxford: 117-140.
- (1995): *Development, geography and economic theory*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- (1996): *The selforganizing economy*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- KUAH, A.T.H. (2003): «Growth and performance in the UK financial services: has clustering improved the bottom line?», *Conference at Clusters, Industrial Districts and Firms: the challenge of globalization*, Modena.
- KUAH, A.T.H. y DAY, J. (2005): *Revisiting the Porter Diamond: Applying Importance Performance Matrix to the Singaporean Financial Cluster*, Working Paper, 05/39, Bradford University School of Management, Bradford.
- KURZ, H.; DIETZENBACHER, E. y LAGER, C. (1998): *Input-Output Analysis*, Edward Elgar, Cheltenham (UK).
- LARREINA, M. (2006): *Estudio de la Dependencia de la Economía riojana del vino Rioja*, Ph.D. Dissertation, University of Deusto, disponible en www.lib.umi.com/dissertations/fullcit/3201705
- (2007): *Financial centres in peripheral regions: the effect of the financial services industry on regional economy. The case of the Scottish Financial cluster*, CRIEFF Working Paper, University of St. Andrews, St. Andrews, Scotland.
- LASCELLES, D. (1999): *Le Prix de l'Euro... Competition between London, Paris and Frankfurt*, Centre for the Study of Financial Innovation, London.
- LEPETIT, L.; PATRY, S. y ROUS, P. (2002): *Diversification versus specialisation: an event study of M&As in the European banking industry*, Department of Economics Discussion Paper, University of Birmingham, Edgbaston.
- LEYSHON A. y POLLARD, J. (2000): «Geographies of Industrial Convergence: The case of Retail Banking», *Transactions of the Institute of British Geographers*, vol. 25, 2: 203-220.

- LIZIERI, C. y KUTSCH, N. (2006): *Who owns the City 2006*, University of Reading, Reading.
- LLEWELLYN, D.T. (2002): *The future for small & regional banks in Europe*, SUERF Studies 19, SUERF, Wien: 7-34.
- LOWN, C.S., OSLER, C.L.; STRAHAN, P.E. y SUFI, A. (2000): «The changing landscape of the financial services industry: what lies ahead?», *FRBNY Economic Policy Review*, October 2000: 39- 55.
- LYNCH, M. (1991): *Scotland, a new History*, Pimlico, London.
- MARSHALL, A. (1890): *Principles of Economics: an introductory volume*, MacMillan, London..
- MCKENZIE, D. (2004): «Social connectivities in global financial markets», *Environment and Planning D: Society and Space*, 22: 83-101.
- MONTERO, M. (1996): *La Bolsa de Bilbao y los negocios financieros. La formación del mercado de capitales en el despegue industrial de Vizcaya*, Servicio Editorial de la Universidad del País Vasco, Bilbao.
- MOSHIRIAN, F. (2006): «Aspects of international financial services», *Journal of Banking and Finance*, 30: 1057-1064.
- MOSHIRIAN, F. y SZEGÖ, G. (2003): «Markets and institutions: global perspectives», *Journal of Banking and Finance*, 27: 1213-1218.
- O'BRIEN, R. (1992): *Global Financial Integration : The End of Geography*, Pinter, London.
- OFS, OFFICE FÉDÉRAL DE LA STATISTIQUE (2007a): *Statistique de l'emploi STATEM (III/1991-I/2007)*, consultado en www.bfs.admin.ch
- (2007b): *Compte de production par branches 1990-2004*, consultado en www.bfs.admin.ch
- ONS, OFFICE FOR NATIONAL STATISTICS, (several years): *Regional Gross Value Added*, ONS, Newport.
- O'SHAUGHNESSY, N.J. (1996): «Michael's Porter competitive advantage revisited», *Management decision*, vol. 34, 6: 12-20.
- PANDIT, N. R.; COOK, G. A. S. y SWANN, G. M. P. (2001): «A Comparison of Clustering Dynamics in the British Broadcasting and Financial Services Industries», *International Journal of the Economics of Business*, vol. 9, 2: 195-224
- PANDIT, N. R. y COOK, G. A. S. (2003): «The benefits of industrial clustering: Insights from the British financial services industry at three locations», *Journal of Financial Services Marketing*, vol.7, 3: 230-245
- PAULY, L.W. (1997): *Who elected the Bankers?*, Cornell University Press, Ithaca, New York.
- PLENDER, J. (1986): «London's Big Bang in International Context», *International Affairs*, Vol. 63, 1: 39-48.
- Porter, M. (1990): *The Competitive Advantage of Nations*, Free Press, New York.
- Reed, H.C. (1981) *The Preeminence of International Financial Centers*, Praeger, New York.
- 1989): «Financial center hegemony, interest rates and the global political economy», en S.Y. Park y M. Essayad (eds), *International Banking and Financial Centers*, Kluwer, London.
- ROBERTS, R. (1999): *Inside International Finance*, Orion Business, London
- ROSENFELD, S.A. (1997): «Bringing business clusters into the mainstream of Economic development», *European Planning Studies*, vol.5, 1: 3-23.
- SASSEN, S. (1991) *The Global City. New York, London, Tokyo*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- (1994) *Cities in a World Economy*, Pine Forge Press, Thousand Oaks, California.
- SCOTTISH DEVELOPMENT INTERNATIONAL (2007): *Financial services in Scotland*, Scottish Development International, Glasgow.
- SCOTTISH EXECUTIVE (varios años): *Input-Output tables for Scotland*, Scottish Executive, Edinburgh. Disponible en <http://www.scotland.gov.uk/Topics/Statistics/Browse/Economy/Input-Output/Downloads>
- SLAGER, A. (2005): *Internationalization of banks: Strategic patterns and performance*, SUERF Studies 2005/4, SUERF, Wien.
- SMITH, R.C. y WALTER, J. (1997): *Global banking*, Oxford University Press, Oxford.
- STAFFORD, L. (1992): «London's financial markets: perspectives and prospects», en L. Budd y S. Whimster (eds), *Global finance and urban living*, Routledge, London: 31-51.
- STORPER, M. (1995): «The resurgence of regional economics», *European Urban and Regional Studies* 2 (3), Sadler (ed.), Liverpool.
- SWINBURNE, M. et al. (2007): «The globalization of financial institutions and its implications for financial stability», en *Global Financial Stability Report April 2007*, FMI, Washington D.C.: 98-127.
- TAPPI, D. (2000): *The neo-marshallian industrial district. A study on Italian contributions to theory and evidence*, Max-Planck Institute, Jena.
- TAYLOR, P.J.; CATALANO, G. y WALKER, D.R.F. (2002a): «Measurement of the world city network», *Urban Studies*, 39 (13): 2367-2376.

- (2002b): «Exploratory analysis of the world city network», *Urban Studies*, 39 (13): 2377-2394.
- TAYLOR, P.J.; BEAVERSTOCK, J.; COOK, G.; PANDIT, N.; PAIN, K.; HALL, P.; GREENWOOD, H.; KLOOSTERMAN, R.; HOYLER M. y WALKER, D.R.F. (2003): *Financial Services Clustering and its significance for London*, Corporation of London.
- THOMAS, K. y SHUTT, J. (1996): «World-class Leeds: Sectoral Policy and Manufacturing Alliances in the 1990s», en G. Haughton y C.C. Williams (eds.), *Corporate City? Partnership, Participation and Partition in Urban Development in Leeds*, Avebury, Aldershot: 81-102.
- THRIFT, N. (1994): «On the social and cultural determinants of International Financial Centres: The Case of the City of London», en S. Corbridge, R. Martin y N. Thrift (eds), *Money, Power and Space*, Blackwell, Oxford: 327-355.
- TRENDS BUSINESS RESEARCH (2001): *Business Clusters in the UK - A First Assessment*, Department of Trade and Industry, London.
- TORRENTE FORTUÑO, J.A. (1966): *Historia de la Bolsa de Bilbao*, Bolsa de Bilbao, Bilbao.
- WRIGLEY, N.; CURRAH, A. y WOOD, S. (2003): «Investment bank analysts and knowledge in economic geography», *Environment and Planning*, 35: 381-387.
- ZAPOTOCKY, S.K. (2002): *The challenges and chances of regional exchanges*, SUERF Studies 19, SUERF, Wien: 71-96.
- ZOROMÉ, A. (2007): *Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition*, IMF Working Paper WP/07/87, IMF, Washington DC.

A propósito de la crisis financiera actual

La crisis financiera que ya se ha instalado en nuestra sociedad tuvo su origen en las actividades realizadas en EE.UU. por las entidades financieras que idearon e innovaron nuevos productos financieros para trasladar y socializar sus riesgos al resto del sistema. La globalización ha hecho posible que estos riesgos se extiendan por todo el planeta y el problema es el desconocimiento exacto de la situación real de los balances de las entidades financieras. Ello ha provocado una desconfianza general y una falta de liquidez en el mercado interbancario. En este artículo se reflexiona acerca de si la revolución que está teniendo lugar en las finanzas se encuadra en una evolución donde el refinamiento, la sofisticación, y la confianza al suponer mayor capacidad de prever el futuro, no está desencadenando sistemáticamente un aumento de la propensión al riesgo que pueda finalizar en episodios de crisis financiero-económica de una magnitud tal que excediera a la posibilidad de control por parte de las autoridades.

Gaur egun gure gizartean kokatu dan krisi finantzarioaren jatorria arriskuak sistemaren enparatura lekualdatzeko eta sozializatzeke erakunde finantzarioen jardueratan eta sortu dituzten produktu finantzari berrietan dago. Globalizazioak posible egin du arrisku hauen hedadura planeta guztira eta arazoa da erakunde finantzarioen balantzeen benetako egoeraren ezjakintasun zehatza. Honek sortu du mesfidantza orokorra eta likidezia falta bankuarteko merkatuan. Artikulo honetan gogoeta bat egiten da gaur egun finantza munduan ematen ari dan iraultzaz, eta adierazten da fintasunak, sofisticazioak eta konfiantzak etorkizuna aurrikusteko gaitasun haundiago bat suposatuz ez ote duen sistematikoki arrisku joeraren areagotze bat sortuko, eta ez ote gaituen azken finean bere tamainagatik agintarien kontroletik kanpo geldi daiteken krisi ekonomiko finantzario batera eramango.

The financial crisis that has already settled in our society began with the activities performed in the USA by the financial entities that conceived and innovated new financial products in order to move and socialize their risks to the rest of the system. Globalization has allowed these risks to spread all over the planet and the problem is the acute ignorance of the actual situation in the balances of the financial entities. This has caused a general distrust and a lack of liquidity in the inter-banking market. This article reviews whether the revolution taking place in the finance field is framed in an environment where refinement, sophistication and trust, as they suggest a greater capacity to predict the future, are not unleashing a systematic increase in the tendency of risk that may end up in financial-economic crisis episodes of such a dimension that may exceed the possibility of control by the authorities.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Los errores en la previsión
 3. Crisis financiera
 4. La Gran Depresión y la formación de los economistas
 5. Aspectos comunes a las crisis financieras
 6. Actitud de las autoridades ante las perturbaciones financieras
 7. Nota final
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: crisis financiera, Gran Depresión, burbuja tecnológica

Keywords: financial crisis, Great Depression, technology bubble

N.º de clasificación: JEL: E58, G15, O16

1. INTRODUCCIÓN

Estamos inmersos en otra crisis financiera. En estos días, las noticias financieras y la evolución de los mercados bursátiles giran en torno a pérdidas extraordinarias en bancos y casas de bolsa de primerísimo nivel, a la dimisión o despido de los principales ejecutivos, y a las decisiones de los bancos centrales para intentar restablecer la normalidad en los mercados.

El mal funcionamiento de los mercados, en especial la falta de liquidez en el interbancario, se atribuye a la desconfianza de los partícipes. Esta desconfianza se basa en el desconocimiento del grado de impli-

cación de las entidades que participan, la situación real de sus balances. Tres hechos me parece que deben destacarse:

- 1) La crisis se debe a un error en las previsiones. La realidad no ha respondido a las expectativas con las cuales se hicieron las operaciones de préstamos hipotecarios de alto riesgo (*sub prime*) que están en la raíz del problema.
- 2) La evaluación de las posibles pérdidas arroja cifras descomunales, pero no se conoce todavía el daño final.
- 3) Los banqueros centrales están muy preocupados y adoptan una posición activa bajando los tipos de interés e inyectando liquidez para evitar que la desconfianza paralice el mercado y degeneren en una crisis de crédito.

A estos tres hechos haré referencia a continuación.

* Las ideas de este artículo proceden de la conferencia pronunciada por su autor en la Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de la Universidad de Alcalá el 30-11-07 dentro del ciclo: los nuevos retos de una economía abierta.

2. LOS ERRORES EN LA PREVISIÓN

El gran economista de la Universidad de Chicago, F. Knight, señalaba en 1921 en su libro más importante:

«Vivimos en un mundo pleno de contradicción y paradoja, un hecho del cual quizá la ilustración más fundamental es ésta: que la existencia de un problema de conocimiento se debe a que el futuro es diferente al pasado, en tanto que la posibilidad de solución del problema consiste en que el futuro se parezca al pasado».

Hay un libro sugestivo y sugerente de un escritor que admiro –P.L. Bernstein– se titula *Against the Gods* (Contra los Dioses). En él, el autor recorre la historia de la eterna pretensión de los seres humanos: intentar desvelar el porvenir o diseñar medios para cubrirse de perjuicios y catástrofes que puedan producirse sobre vidas o bienes en el futuro.

Mucho se ha avanzado en esa dirección, pero con la sombra implacable que apuntaba Knight: que nuestra capacidad de hacer hipótesis sobre el futuro está ligada al supuesto de que, de un modo u otro, existen pautas en el pasado que nos orientan hacia como puede ser ese futuro.

Pero sobre ese futuro ni sabemos como será con precisión, ni dejamos tampoco de tener indicios. Algo sabemos. El tiempo y la naturaleza del problema están en la base de lo fundamentado de nuestro conocimiento y de nuestras decisiones.

En cuanto al tiempo, cuanto más corto el espacio de tiempo, mayor probabilidad existe que se parezca al momento presente; según nos alejamos en el tiempo, se reduce esa probabilidad. Respecto a la clase de problemas que se plantea, nuestra capacidad de actuar con fundamento depende de su naturaleza.

Pondré un ejemplo. Pronunciarnos sobre cual será la esperanza de vida dentro de veinte o treinta años ofrece el asidero de

tendencias estables. Es cierto que pueden producirse catástrofes o avances científicos que alteren la expectativa de manera radical, pero tenemos una cierta base para formular hipótesis al respecto.

Sobre otras cuestiones, sin embargo, tenemos menos base. ¿Cuál será el precio del cobre dentro de treinta años? Cuando Keynes se planteaba esta cuestión contestaba: simplemente, no lo sabemos. No existe ningún apoyo que nos permita pronunciarnos con un mínimo de rigor acerca del precio del cobre, o del kilovatio, o de la soja, o de los tipos de interés dentro de tres décadas. Es tan grande el número de variables que pueden afectar a ese precio, tan amplio su grado de variación que no es posible. Estaríamos en un caso de lo que el economista inglés denominaba *incertidumbre radical: simplemente no sabemos*.

Pero el que no tengamos bases firmes para formular una predicción no implica inmovilismo. Tenemos que tomar decisiones en condiciones, a veces, de gran incertidumbre. Nos acogemos entonces a dos refugios: tratamos de encontrar en el pasado pautas que nos ayuden en nuestra predicción; o nos inclinamos a suponer que los demás saben más que nosotros e intentamos imitarlos, seguir la estela de sus decisiones.

Buscar en el pasado pistas que nos indiquen cómo pueden desarrollarse los acontecimientos en el futuro es un recurso obligado y en ocasiones fructífero. Los acontecimientos sociales rara vez se repiten con exactitud, pero tampoco cambia radicalmente la situación todos los días. Es más, las constantes básicas pueden mantenerse durante mucho tiempo. Además, a veces, en aspectos parciales, se encuentran precedentes de sucesos o patrones de comportamiento que calmen nuestra inquietud y nuestros nervios ante la incertidumbre. Keynes señalaba:

«La paz y la tranquilidad mental requiere que nos ocultemos a nosotros mismos lo poco que somos capaces de conocer con anticipación».

En ciertas actividades la búsqueda de pistas en el pasado se convierte en profesión bien remunerada. Para tomar decisiones en la Bolsa hay dos métodos de conocimiento: el análisis fundamental y el análisis técnico. Este último se conoce como *chartismo* puesto que consiste en estudiar en gráficos el comportamiento en el pasado de la cotización de una acción, de un sector, del conjunto del mercado, del tipo de cambio, materias primas o cualquier activo que se cote de forma regular en los mercados. Se trata de predecir el próximo movimiento de una cotización estudiando el comportamiento de ésta en el pasado. Es un análisis a corto plazo que tiene millones de adeptos y practicantes. El analista fundamental, en cambio, intenta predecir el comportamiento de las cotizaciones estudiando los estados contables de las empresas y las variables económicas y financieras que puedan afectarlas y, por tanto, a la cotización; por su naturaleza se trata de predecir a medio y largo plazo. En este enfoque, el estudio del comportamiento de las magnitudes en el pasado también juega un papel importante.

3. CRISIS FINANCIERA

Estas ideas pueden servirnos de preludeo para tratar un tema complejo, importante, y muy actual: la crisis financiera.

¿Qué entendemos por crisis financiera? Se puede caracterizar una crisis financiera como un desorden, una perturbación, consecuencia de excesos anteriores, que afecta a variables financieras con tal intensidad que puede ponerse en peligro el funcionamiento razonablemente ordenado del sistema económico, obligando, por tanto, a las autoridades (Gobiernos y Bancos Centrales) a intervenir para limitar los perjuicios y

evitar que la perturbación degenera en una crisis económica generalizada.

Ahora estamos inmersos en una crisis financiera originada por las hipotecas de alto riesgo. La crisis anterior fue la burbuja de las acciones tecnológicas, las empresas calificadas como de la «nueva economía» de Internet y de Comunicaciones. Las acciones de las empresas de esos sectores alcanzaron en los últimos años del milenio cotizaciones que «después» el mercado consideró desorbitadas desplomándose con estrépito. Antes de esas crisis, en 1998 tuvo lugar otra en un «hedge fund», el *Long Term Capital Management* (LTCM) que obligó a la Reserva Federal a organizar un consorcio de salvadores del fondo, aportando los bancos financieros cantidades importantes para evitar la quiebra que podría haber generado pánico y una crisis financiera de gran magnitud. Los gestores de este superfondo, dos premios Nobel entre ellos, eran considerados como los científicos más sofisticados del mercado.

En 1989 se produjo el estallido de la burbuja japonesa. Japón, la potencia del futuro, el ejemplo a seguir, frenó el crecimiento económico de décadas de forma abrupta, entrando en una semirecesión que ha durado más de quince años. El estancamiento se ha debido al estallido de una burbuja bursátil e inmobiliaria gigantesca, con la implicación activa del sistema bancario, que culminó con una crisis de éste de la cual Japón todavía no se ha recuperado por completo.

Ha habido muchos más episodios; entre todos destaca la que se considera la madre de todas las crisis: la Gran Depresión. Esta se inició en 1929 y duró prácticamente hasta los albores de la II Guerra Mundial, pero sus efectos han sido tan importantes que algunos aún se advierten en la actualidad. No creo exagerar si afirmo que nosotros, los economistas, hemos sido formados bajo el influjo de la Gran Depresión. Permítanme que dedique unas líneas a mostrar cómo esta crisis ha tenido gran

influencia sobre nuestros conocimientos y en las ideas con las cuales enfocamos las cuestiones económicas.

4. LA GRAN DEPRESIÓN Y LA FORMACIÓN DE LOS ECONOMISTAS

El episodio de la Gran Depresión ha sido estudiado profusa y detenidamente. Hay acuerdo sobre algunos aspectos y se polemiza sobre otros, publicándose numerosos libros y artículos, aún en estos momentos, que intentan aclarar lo que sucedió entonces. Se ha considerado que la Gran Depresión ha sido el acontecimiento más importante de la historia de los Estados Unidos, y, como he señalado, ha dejado marcas perfectamente visibles ahora.

Hay que imaginar el *shock* que produjo en todo el mundo que América, la tierra de promisión, de las libertades, de las oportunidades, la primera potencia mundial ya entonces, a la cabeza del progreso y de la innovación, se hundiera súbitamente en una crisis tan espantosa. En el granero del mundo el hambre y la miseria se impusieron. La oscuridad sobre lo que sucedía era completa. No se sabía lo que pasaba.

En la cultura popular, la Gran Depresión se asocia con la caída de la Bolsa... la cuestión es mucho más compleja... Se han producido después otras bajas bursátiles sin efectos parecidos. No puedo entrar en este asunto tan sugestivo, pero sí quisiera aludir a una enseñanza que dejó la experiencia de la Gran Depresión: *ninguna autoridad permitiría en adelante que pudieran engendrase problemas graves por una perturbación financiera sin control*. Si para atajar el desorden hace falta la relajación monetaria, se hace sin dudar, y los problemas de inflación o de riesgo moral pasan a un segundo plano ante la posibilidad de que la crisis financiera cobre dimensiones peligrosas.

En resumen, la inflación, o el riesgo moral son gripes que pueden combatirse... pero una crisis financiera puede provocar un infarto y, ante esa posibilidad, no se duda en dar una medicación radical, aunque pueda estar contraindicada para la gripe.

Insisto en este punto: desde entonces, a partir de la Gran Depresión, ningún responsable ha dudado en inyectar liquidez en los mercados y bajar los tipos de interés ante el peligro de que un desorden financiero degenerara en una crisis sistémica. Nadie quiere pasar a la historia con la etiqueta de que cometió el mismo error que la Reserva Federal en la década de los treinta.

Esa actitud de relajación monetaria se adoptó con ocasión de la crisis bursátil de 1987; igual que en la crisis aludida del LTCM y la burbuja tecnológica... y lo mismo ahora. La Reserva Federal no ha dudado en bajar los tipos de interés cuando ha advertido del peligro de las hipotecas de alto riesgo... y el Banco Central Europeo, que se planteaba subidas de tipos ante los indicios de presiones inflacionistas, tampoco ha vacilado en interrumpir su programa estabilizador aunque el peligro inflacionista haya aumentado. Ningún responsable va a correr el riesgo de que se produzca un desastre inmediato frente a la posibilidad de tener que afrontar desequilibrios futuros.

Me parece interesante que los economistas reflexionemos sobre la trascendencia de la Gran Depresión en nuestra formación. Me limitaré a hacer una breve referencia a Keynes, a Friedman y a la organización institucional que surge después de la II Guerra Mundial; al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al Banco Mundial (BM).

Keynes ha sido, sin duda, el economista más relevante en nuestra profesión. Lo ha sido sobre todo por la Teoría General (TG) y esta obra es fruto directo de la Gran Depresión.

En los últimos años de la década de los veinte, Keynes trabajaba en la redacción de

un libro de Teoría Monetaria, que se publicó en 1930: *The Treatise on Money*. Cuando estaba terminando el libro, se produjo la conmoción bursátil de 1929 y también se advertían ya los primeros efectos de la Gran Depresión sobre la producción, el empleo, y el comercio internacional. Keynes intentó incorporar esa nueva circunstancia en el libro que ultimaba pero éste había sido concebido pensando en otro escenario. De ahí que confesara su incomodidad por el resultado final.

La Gran Depresión, que se manifestaba con dureza en los primeros años treinta, supuso para Keynes un desafío, como advertiría Samuelson, y fruto de la reflexión espoleada ya por la catástrofe que estaba manifestándose con intensidad creciente, surgiría la TG, publicado en febrero de 1936. La TG es, por tanto, un libro inspirado en la Gran Depresión. No tengo que insistir en la trascendencia de esta obra sobre nuestra formación y nuestra concepción del funcionamiento de la economía.

De la excepcional contribución a la economía de Milton Friedman, destaca, a mi juicio, su libro *La Historia Monetaria de los Estados Unidos* (con Anna J. Schwartz). Este libro se publicó en 1963 y marcó el ascenso decidido del monetarismo como doctrina. Un tema esencial de *La Historia Monetaria* es la revisión de lo acontecido en la Gran Depresión. El punto fundamental de los autores es que la inhibición de la Reserva Federal ante la reducción de la oferta monetaria provocó la catástrofe. La Reserva Federal había intentado frenar en 1929 lo que consideraba un nivel excesivo de especulación bursátil mediante una política monetaria restrictiva, y no actuó con decisión compensando el descenso de la oferta monetaria cuando la crisis terminó afectando al sistema bancario. De ahí, dos conclusiones del libro: 1) las intervenciones públicas son desestabilizadoras, y 2) lo mejor es procurar una senda estable en las magnitu-

des monetarias. Con esas dos condiciones el sector privado garantizaría el crecimiento adecuado y la estabilidad financiera.

La tercera referencia es la creación del FMI y del BM con objeto de proporcionar un cuadro ordenado para el comercio y el orden monetario mundial. Pieza clave del FMI fue la estabilidad de los tipos de cambio (tipos fijos, pero ajustables) lo cual requería limitaciones a los movimientos internacionales de capital, aspecto en el que White, el poderoso delegado de los Estados Unidos, y Keynes estaban de acuerdo, y con ellos la mayor parte de los economistas. La prevención sobre los efectos desequilibradores de los flujos de capital, también se gestaría en los años de la Gran Depresión. Una de las razones que se han esgrimido para entender la profundidad y duración de la Gran Depresión fue el desorden financiero internacional, la interrupción de flujos esenciales de financiación que conllevaron a la parálisis del comercio mundial y a promover políticas proteccionistas.

De manera que nuestra cultura económica se ha forjado, en buena medida, al calor de la Gran Depresión.

El mundo conoció una etapa de estabilidad financiera hasta que en la década de los setenta de la pasada centuria empezó a demolerse esa organización financiera internacional. La liberalización de los movimientos de capital impulsó tanto el mayor peso de los mercados como la innovación financiera; y también la frecuencia e intensidad de las perturbaciones, ya en la década de los noventa.

Advertiré que lo anterior no implica añoranza por la organización preventiva y conservadora del pasado. No es posible dar marcha atrás y establecer de nuevo el intervencionismo estricto en lo financiero de las tres décadas posteriores a la segunda guerra mundial, pero entre eso, y la aceptación de que la carrera acelerada de las finanzas,

con fortísima competencia, innovaciones rapidísimas, y también con perturbaciones cada vez más frecuentes e intensas, es lo deseable y el mejor de los mundos posibles, hay un margen muy amplio de discusión y de matizaciones. Seguramente no se pondrá freno a la carrera desbocada de las finanzas en la actualidad en tanto no se produzca una crisis de entidad suficiente que obligue a la revisión de las ideas hoy predominantes.

5. ASPECTOS COMUNES A LAS CRISIS FINANCIERAS

Volvamos a la crisis financiera actual.

Se sabe el origen y el mecanismo de propagación: los créditos hipotecarios masivos para compras de vivienda sobre todo en los Estados Unidos, a prestatarios con dudosa solvencia, y la transferencia del riesgo de esos contratos a otros inversores de todo el mundo mediante la titulización. En un momento determinado se apreció un aumento de la morosidad en los créditos tan arriesgadamente concedidos y, como consecuencia, se produjo un deterioro de la valoración de los títulos que tenían como soporte y garantía los créditos hipotecarios. A partir de ahí, se agudiza la falta de confianza en el buen fin de esos activos, y los tenedores encuentran dificultad de financiar en los mercados títulos respaldados por esas garantías.

Sonaron todas las alarmas cuando disminuyó la actividad del mercado interbancario puesto que las entidades prestamistas en ese mercado desconfiaban de la situación real de los demandantes de crédito.

¿Cuál es la magnitud del problema? No se conoce con precisión, y además la cuantía final de las pérdidas financieras dependerá del acierto y contundencia que empleen las autoridades. De lo que no hay duda es de la decisión de éstas de impedir un pánico generalizado, bajando tipos e

inyectando liquidez en los mercados para intentar normalizar su funcionamiento.

Entre la crisis actual y otras anteriores hay similitudes y diferencias. Permítanme que intente extraer elementos comunes presentes en casi todas las crisis financieras:

- 1) **El aumento de la propensión al riesgo.** En la fase de auge anterior a las crisis la confianza se extiende y las primas de riesgo se reducen. En ese ambiente de euforia se relajan las garantías y el futuro se contempla con optimismo. Adviértase que, en ese clima, aumenta el consumo, la inversión, el crecimiento económico y el empleo. Los gobernantes están muy satisfechos y se atribuyen el mérito de una situación tan favorable. Es cierto que algún aguafiestas pone en duda la estabilidad de la situación pero, como decía un banquero norteamericano, no es fácil retirar el ponche cuando el baile está más animado. De manera que no se interviene, o no se hace con suficiente contundencia para frenar los excesos.
- 2) **El auge de la innovación,** no sólo en el ámbito de la tecnología sino en los propios activos y mercados financieros. Ahora la innovación financiera se ha plasmado en refinamientos para separar y valorar los distintos aspectos del riesgo; la titulización ha propiciado el incremento del riesgo total, pero al mismo tiempo ha permitido la transmisión de los mismos hacia agentes menos regulados o con mayor capacidad para soportarlo.

La innovación tanto tecnológica como específicamente financiera ha estado presente en las crisis más importantes. En la década de los veinte, los avances tecnológicos en el campo de la electricidad, de la radio, de los automóviles, fueron importantísimos. También en las finanzas las socie-

dades de inversión jugaron un papel fundamental. En los años noventa, las innovaciones ligadas a las comunicaciones e Internet han sido revolucionarias... y también el papel de las sociedades de capital riesgo han sido esenciales.

3) **El efecto imitación**, hace que pocos resistan unirse a la tendencia general, pero la conducta gregaria no es irracional en absoluto. En primer lugar, les recuerdo que cuando no sabemos, tendemos a creer que los demás saben más y actúan sobre la base de un conocimiento que no tenemos. En segundo lugar, Keynes advirtió, con la sutileza propia del inversor experimentado, que puede ser más peligroso acertar en solitario que equivocarse en compañía. La desdicha mayor es equivocarse en solitario. Si uno se comporta como la mayoría, en caso de error, éste es generalizado, y se tiene mejor cobertura social en la comprensión del fallo común. De manera que imitar a los demás, seguir la tendencia, el efecto rebaño en definitiva, es una actitud normal y racional; de ahí que los excesos rara vez encuentren posiciones compensadoras decididas que actúen a la contra moderando la tendencia.

4) **La lógica de las reacciones y de los acontecimientos**. Uno de los aspectos más sorprendentes y desconcertantes de las crisis financieras es que, cuando se producen, se advierte una lógica rigurosa en lo acontecido. No se conoce el detonante de una crisis, ni el momento en el cual el volcán entra en erupción, pero se advierten signos de que se están pisando terrenos peligrosos. Cuando finalmente se produce la perturbación, puede sorprender el momento, la causa del estallido, o la magnitud, pero se tiene conciencia de que la situación de euforia excesiva

estaba conduciendo a excesos en la asunción de riesgos que antes o después terminarían pasando factura. Por eso a *toro pasado* casi todo el mundo encuentra lógica tanto la corrección de las cotizaciones como la razón que la ha provocado.

Hoy pensamos que la crisis actual es lógica. ¿Cómo se han podido dar créditos hipotecarios, por el 80 o el 100 % del valor de la vivienda como garantía, a personas sin ingresos fijos e incluso con un historial de incumplimientos financieros? Los prestamistas lo hacen cuanto pretenden obtener tipos de interés superiores en un clima de gran confianza, bajos tipos de interés y alza sostenida de los precios de las viviendas. Cuando se produce la corrección, todos coincidimos en advertir que ese proceso no podía terminar bien.

5) **La situación nueva**. En el período de auge que precede a la crisis se generaliza el argumento de que se trata de una «situación nueva» y que las valoraciones son exageradas sólo si se realizan con los criterios antiguos, pero no con los pertinentes a la «situación nueva». En la fiebre de los valores tecnológicos, no se valoraban los beneficios, porque prácticamente ninguna empresa tan prometedora los tenía... pero las perspectivas eran brillantes. Se recurría a otros criterios: visitas a portales, número de clientes, etc. Lo que la crisis puso en evidencia es que algunas empresas llegaron a ser extraordinariamente rentables, y se convirtieron en la imagen de nuestro tiempo (como *Microsoft*), pero el 95% de las empresas no salieron adelante y muchos accionistas perdieron la totalidad del capital invertido.

Esto ha pasado siempre. Se abre un nuevo campo y algunas empresas triunfan y muchas fracasan, pero en la euforia de la novedad se justifican valoraciones inusita-

das para todos los proyectos en marcha. En la burbuja tecnológica, el problema era la escasez de proyectos para una cantidad ingente de recursos ávidos de financiarlos. Ahora estamos asistiendo a valoraciones elevadísimas de empresas dedicadas a las energías renovables. Es la moda. Estamos pendientes de la ecología y pronosticamos a todas las empresas grandes éxitos.

6. ACTITUD DE LAS AUTORIDADES ANTE LAS PERTURBACIONES FINANCIERAS

Antes he hecho referencia a la posición activa de las autoridades para intentar moderar los efectos de una perturbación financiera si ésta alcanza una magnitud amenazadora para la estabilidad del sistema económico. Insistiré brevemente en este punto.

Las perturbaciones, las crisis, son muy diferentes en intensidad, duración y gravedad. En ocasiones se considera que es positiva la catarsis, la purificación de los excesos, siempre que el desorden no alcance dimensiones peligrosas, pero la magnitud potencial del desequilibrio es muy difícil de evaluar.

Ante tal incertidumbre, no puede extrañar que las autoridades tengan un sesgo claramente asimétrico y que se juzguen comprensivamente los excesos y la euforia que, como he señalado, coadyuvan al crecimiento económico y a la creación de empleo. Los banqueros centrales contemplan el auge y el incremento del riesgo con inquietud, pero ¿quién se arriesga a adoptar una política monetaria restrictiva que puede provocar recesión ahora para prevenir una perturbación que puede producirse en el futuro? ¿Cuál es la dosis restrictiva para moderar los excesos sin hundir las cotizaciones? ¿Quién está seguro de que se trata de una burbuja y no de un cambio

en la estructura de la economía que produce esa nueva situación?

Ante esas preguntas con difícil respuesta la actitud generalizada es la respuesta asimétrica. No se interrumpe el período de auge, o al menos no se actúa con rigor para moderarlo, pero se pone mucha atención en que la corrección posterior no lleve a niveles peligrosos y se está dispuesto, como ahora, a inyectar liquidez y bajar los tipos de interés con el argumento de que en ocasiones anteriores se han evitado problemas graves y la inflación no ha repuntado.

La actitud moderadora de los efectos negativos provoca dos efectos: el primero, el riesgo moral puesto que los agentes no sufren, o no sufren por completo, los resultados de políticas agresivas, esto es, los resultados de un aumento en el riesgo de sus operaciones; el segundo, el riesgo inflacionista de una política monetaria permisiva.

Sobre este segundo punto se argumenta que en la crisis de las empresas tecnológicas se redujeron de forma continua y decidida los tipos de interés y no se advirtieron señales apreciables en los precios. Sin embargo, algunos observadores atribuyen este hecho a factores puntuales (extraordinarios progresos en la productividad y bajos costes en las producciones de China e India) que no tienen por qué ejercer los mismos efectos compensadores en otras circunstancias.

7. NOTA FINAL

La clave de los períodos de auge financiero excesivo radica en el aumento del riesgo alimentado por la mayor confianza en nuestra capacidad de predecir el futuro o establecer fórmulas de cobertura en el caso de que este no se comporte como prevemos. La competencia extraordinaria provoca un alud prodigioso de innovaciones financieras que pretenden dividir, cuan-

tificar, y distribuir el riesgo de los activos financieros. Fruto de esa confianza es la ampliación del período de tiempo de las operaciones.

La pretensión del conocimiento del futuro puede conducir a posiciones frágiles. Uno de los Economistas que han reflexionado más agudamente sobre los límites del conocimiento en Economía es Hayek. Nos ha advertido del peligro que entraña la pretensión de que los economistas intentemos imitar lo más posible los métodos de las ciencias físicas. Ha señalado que los factores relevantes de los cuales podemos conseguir datos cuantitativos son limitados y entre estos pueden no estar los más importantes; nos ha avisado, en fin, de los límites insuperables del conocimiento y que actuar como si pudiéramos superarlos *—la arrogancia fatal—* puede conducir a terrenos peligrosos. De ahí su crítica a las pretensiones excesivas de la planificación y la socialización. Hayek señalaba que la principal razón de las fluctuaciones económicas se situaba en las inversiones fijas en las cuales los empresarios tenían grandes dificultades para estimar la rentabilidad a largo plazo.

La cuestión clave es si la revolución que está teniendo lugar en las finanzas se encuadra en una evolución marcada por el

refinamiento, la sofisticación, y la confianza en una mayor capacidad de prever el futuro, desencadena sistemáticamente un aumento de la propensión al riesgo que pudiera desembocar en episodios de crisis financiero-económica de una magnitud tal que excediera a la posibilidad de compensar los efectos negativos por parte de las autoridades.

La respuesta de cada uno a esta cuestión depende de la confianza que asigne a la capacidad de transformar la incertidumbre sobre el futuro en activos financieros con riesgo susceptible de catalogación, cuantificación y distribución. Mi opinión es que la confianza así como la capacidad intelectual para la creación de activos con estas características es superior a las posibilidades reales de controlar la incertidumbre. En definitiva, y repitiendo la expresión del gran pensador austriaco hay una arrogancia fatal en nuestra pretensión de conocer el futuro con precisión y de cubrirnos por completo de sus consecuencias negativas. Por supuesto que esa pretensión es lógica, positiva e inevitable. El problema surge cuando organizamos el funcionamiento del sistema económico sobre la base de una confianza excesiva en nuestra capacidad de previsión.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERNSTEIN, P.L. (1998): *Against the Gods*

FRIEDMAN, M. (1963): *La Historia Monetaria de los Estados Unidos*.

HAYEK, F. (1929): *Teoría Monetaria y el Ciclo Económico*

—(1952) *El Orden Sensorial*

JKEYNES, J.M. (1930): *The Treatise on Money*

—(1936): *La teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero*.

KNIGHT, F. (1921): *Riesgo, incertidumbre y beneficio*.

TORRERO, A. (2000): *Internacionalización de las bolsas y las finanzas: funcionamiento del patrón oro y la moneda única europea*. Ed. Pirámide S.A.

—(2003): *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*. Ed. Tempora

—(2006) *Crisis financieras*. Ed. Marcial Pons

El sistema financiero español ante la crisis crediticia internacional

El presente trabajo analiza el desarrollo que el sistema bancario español ha experimentado en los últimos años. Este desarrollo ha sido muy superior al de los países de nuestro entorno y ha estado basado, en gran medida, en el boom inmobiliario. Precisamente, con motivo de la interdependencia que el sector de la construcción y la banca han venido mostrando entre ellos, se estudiarán las consecuencias que sobre la actividad de ambos está ocasionando la actual crisis desatada ya en el verano pasado.

Lan honek Espainiako banku-sistemak azken urteetan izan duen bilakaera axtertzen du. Bilakaera hori gure inguruko herrialdeena baino askoz handiagoa izan da eta, hein handi batean, higiezin-boom-ean egon da oinarrituta. Hain zuzen ere, eraikuntza alorrak eta bankuek beraien artean agertu izan duten elkarmendekotasunaren ondorioz, aurreko udan jada hasi zen oraingo krisi honek bi horien jarduketan izan dituen ondorioak aztertuko dira.

This paper analyses the development that the Spanish banking system has experienced in recent years. This development has been superior to that of the countries of our environment and has been based, principally, on the real-estate boom. Precisely, due to the interdependence between construction sector and banking, this paper will also study the consequences caused by the activity of both sectors «the financial crisis» which was started in the last summer.

ÍNDICE

1. Introducción
2. Origen de la crisis
3. El *boom* inmobiliario: ¿Fenómeno global o «typical spanish»?
4. El sistema financiero español y el sector inmobiliario
5. Conclusiones

Palabras clave: crisis *subprime*, titulización, cédula hipotecaria, crédito, liquidez, solvencia

Keywords: subprime crisis, securitization, mortgages obligation, liquidity, reliability

Nº. de clasificación JEL: G10 y G21

1. INTRODUCCIÓN

El sistema bancario español, y específicamente el negocio bancario minorista (*retail*), ha registrado durante casi una década tasas de actividad muy superiores a la de los restantes países de nuestro entorno, a los que ha superado claramente, tanto en intensidad como en duración.

La clave de ese prolongado periodo de fuerte actividad bancaria reside, en gran parte, en la extraordinaria pujanza del sector inmobiliario español. Ambos, sistema financiero y sector inmobiliario, han desarrollado una extraordinaria simbiosis cuyo futuro más inminente es ahora incierto a raíz de la crisis crediticia desatada en agosto de 2007.

Sin duda alguna, el elemento más relevante en 2007 para el sector inmobiliario ha sido el estallido de la crisis financiera asociada a las hipotecas *subprime* de EE.UU.

pero cuya «contaminación» generalizada a los mercados financieros internacionales ha provocado un total estrangulamiento de la capacidad de financiación de las entidades financieras, quienes a su vez han trasladado esa situación a unos términos extremadamente «duros» en cuanto a las condiciones de financiación a los sectores de actividad, y muy especialmente al inmobiliario.

El objetivo de este artículo es, por un lado, realizar una valoración del ciclo inmobiliario, tanto en su componente global como en las peculiaridades españolas, y por otro, analizar el sesgo que el sistema bancario español ha adquirido en cuanto a dependencia de su actividad, sobre todo crediticia, respecto de finalidades vinculadas directa o indirectamente con el sector inmobiliario, y de la construcción en su concepción más amplia.

Para ello, y muy especialmente para proceder al segundo análisis, resulta impres-

cindible repasar brevemente cuál es el origen de la crisis actual y cuáles son las consecuencias, todas ellas directas, que el sistema financiero español, y por ende, el sector inmobiliario, van a tener que afrontar durante un periodo de tiempo muy difícil de determinar, pero que cuanto menos, estarán todavía presentes en el medio plazo.

2. ORIGEN DE LA CRISIS

En el mes de agosto comenzó a producirse un deterioro de la confianza de los mercados hipotecarios estadounidenses a raíz de la quiebra de varias entidades dedicadas a la concesión de hipotecas de muy baja calidad crediticia, conocidas como hipotecas *subprime*.

Este deterioro, que en principio se interpretó como un problema específico de

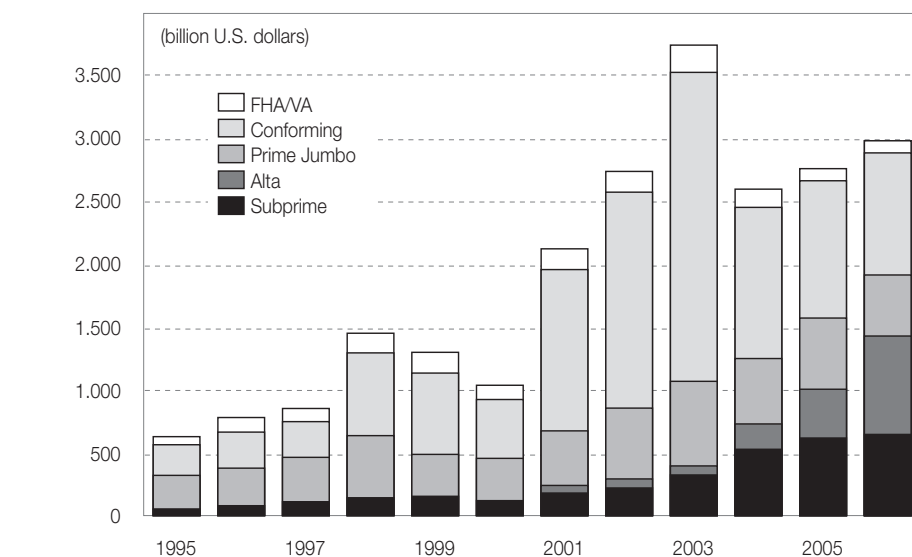
EE.UU., adquiría el carácter de global al conocerse que la exposición al sector de hipotecas *subprime* estadounidense abarcaba a entidades no sólo americanas, sino también europeas.

La exposición de las entidades financieras a este tipo de activos se ha venido produciendo vía titulización y creación de vehículos especiales («conduits», «SIV»,...) que han invertido en dichos activos. El *boom* de la titulización hipotecaria desde el inicio de los años 90 ha permitido transmitir el riesgo desde los balances de las entidades financieras a otros inversores, liberando así recursos y capital para generar nuevas posibilidades de inversión.

La reprecación del riesgo de estos activos se produce desde el momento en el que se detecta un brusco y espectacular incremento de la morosidad, estando, éste

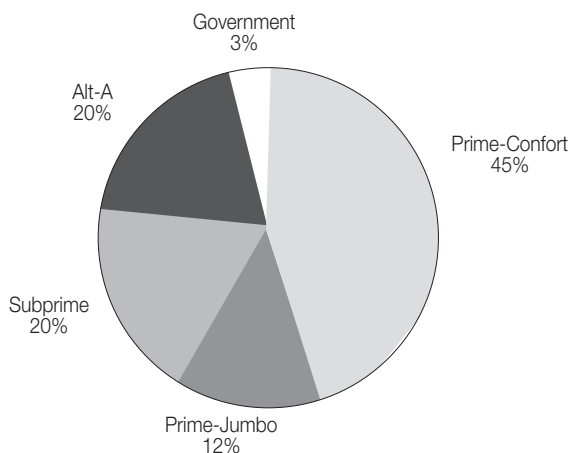
Gráfico n.º 1

Evolución del origen de las hipotecas en EE.UU.



Fuente: Elaboración propia a partir de FMI

Gráfico n.º 2
Origen de las hipotecas en EE.UU. (2006)



Fuente: Elaboración propia a partir de Credit Suisse U.S. Mortgage Strategy, Credit Suisse analysis.

último, íntimamente ligado al tipo de hipoteca que se ha concedido en EE.UU. en los últimos años. Desde el año 2002, el volumen de concesión de hipotecas ha derivado intensamente hacia las tipologías de mayor riesgo o menor garantía de pago (*subprime* y *Alt-A*)¹, al hilo de las mayores restricciones de accesibilidad a la compra de vivienda.

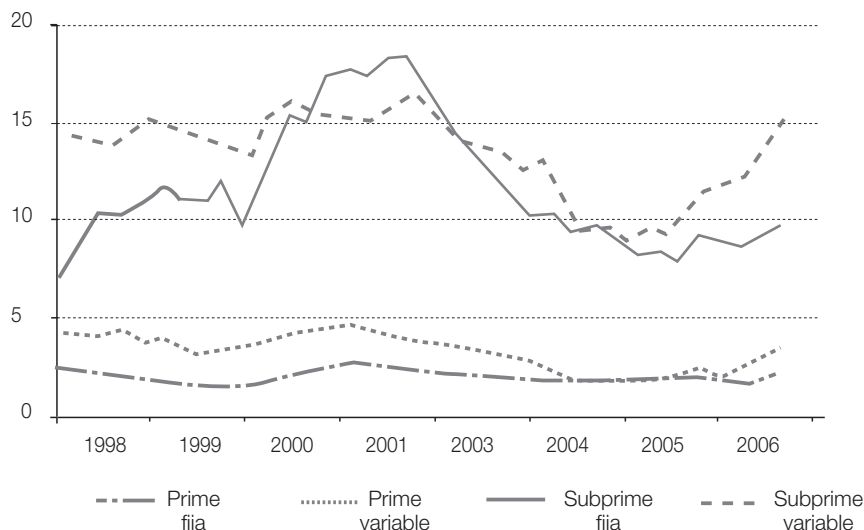
Las mayores facilidades en la contratación de hipotecas se manifiestan de diversas formas: periodos de carencia de pago

de intereses, periodos de pago de tipo de interés fijo y posteriormente variable, y otra serie de innovaciones financieras, que en un entorno de tipos de interés bajos, parecían ser estructuras razonables y seguras, pero que en un entorno de tipos de interés altos, han demostrado ser especialmente sensibles.

Así, desde mediados de 2007 la morosidad comenzó a tener efectos negativos en muchos de estos vehículos especiales creados con el fin de adquirir y vender esta tipología de activos, declarándose muchos de ellos en situación de quiebra, con el consecuente efecto dominó que ello ha ido generando. Este ratio ha ido incrementándose no sólo en la modalidad de hipotecas *subprime*, sino también en la de *prime*, situándose actualmente en un 15% y un 5%, respectivamente.

¹ En general, por hipotecas *subprime* se entiende aquellas hipotecas concedidas a prestatarios con un historial crediticio «poco limpio» y con poco respaldo financiero, con un ratio «debt to income» superior al 55% y/o un LTV superior al 85%. Las hipotecas *Alt - A* son una mezcla entre las hipotecas *prime* y las *subprime*, ideadas para prestatarios que cumplen parte de los requisitos, pero que no acreditan completamente sus ingresos.

Gráfico n.º 3
Tasa de morosidad en EE.UU.



Fuente: Elaboración propia a partir de CSFB

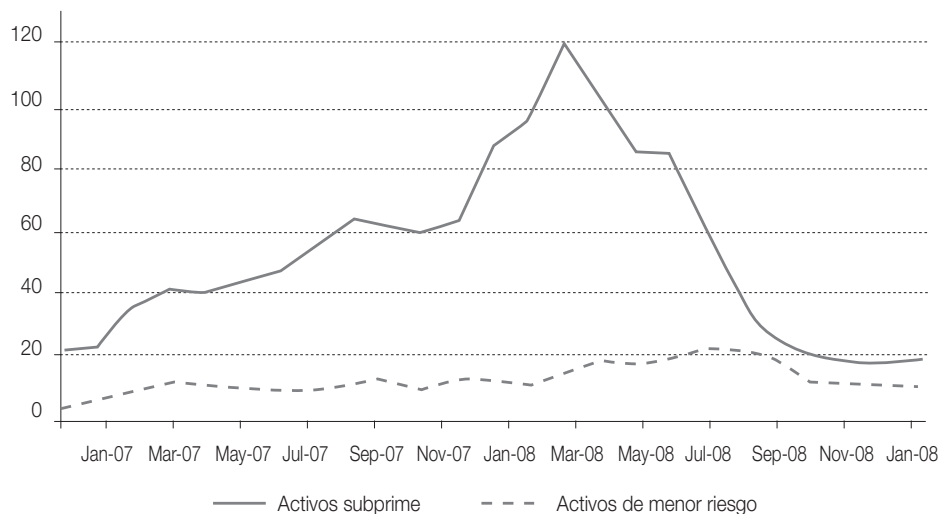
El riesgo está en lo que todavía queda por revisar, pues, en vista del siguiente gráfico, existe un considerable porcentaje de operaciones que revisarán tipo a lo largo del presente ejercicio, si bien, las últimas bajadas de tipos por parte de la Fed y las diversas medidas adoptadas de manera coordinada entre varios bancos centrales, deberían aliviar esta situación.

Además, el incremento de la morosidad se ve adicionalmente inducido por un esquema muy perverso de distribución, (a través de *brokers*, supermercados financieros, divisiones financieras de grandes empresas industriales) que relaja extraordinariamente el incentivo a prevenir y gestionar adecuadamente la morosidad, como sucede cuando las hipotecas son concedidas por entidades financieras que buscan relaciones con clientes a largo plazo, como es el caso en España.

Al mismo tiempo, otro factor que explica la morosidad tiene que ver con el modelo de transferencia de riesgos. En la medida en que aproximadamente el 70% del saldo hipotecario se encuentra titulizado, el incentivo que las entidades financieras tienen a cuidar de la supervivencia del cliente es muy reducido, por cuanto la relación con el mismo termina desde el mismo momento en que la hipoteca desaparece del balance. Por consiguiente, la relación con el cliente es discreta, se concede el crédito y acto seguido, se tituliza. Es decir, el peso de la banca relacional o comercial es muy reducido, al contrario de lo que sucede, por ejemplo, en España, donde al cliente se le rodea de productos de activo y pasivo poniendo de manifiesto una vocación de relación continua, (fidelidad).

Este incremento de la morosidad y repunte del riesgo de crédito de activos ha

Gráfico n.º 4
Volumen de hipotecas sujetas a *payment shock* en EE.UU.



Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE

puesto también en entredicho a las agencias de calificación crediticias por haber intervenido en la valoración del riesgo y haber concedido una calificación crediticia a activos que a día de hoy tienen un valor difícil de asignar.

Es por tanto, hasta el momento una crisis de liquidez motivada por la pérdida de confianza en el seno del sistema financiero ante la incertidumbre sobre la magnitud de las potenciales pérdidas y la localización de las mismas. Sin embargo, el mayor riesgo viene de la mano de que la continuidad en el tiempo de esta situación puede derivar en problemas de solvencia en el seno del sistema financiero, al deteriorar la capacidad de resistencia de entidades con recursos propios y la confianza del resto de agentes (consumidores, empresas), con evidentes riesgos a la baja sobre la actividad económica.

3. EL BOOM INMOBILIARIO: ¿FENÓMENO GLOBAL O «TYPICAL SPANISH»?

3.1. Historia reciente

La economía española ha mantenido en la última década su fase más prolongada de crecimiento económico, al hilo de una extraordinaria pujanza del sector de la construcción en general, y especialmente del segmento residencial (construcción de viviendas). Y no tan sólo por la aportación específica de estos sectores a la actividad productiva o al mercado laboral, sino por las sinergias generadas en otros sectores económicos.

En todo caso, y antes de analizar las peculiaridades del caso español, merece la pena analizar si se ha tratado de un fenómeno global, o si por el contrario estamos

ante un acontecimiento específico de la economía española. En efecto, el *boom* inmobiliario, tanto en precios como en actividad de construcción ha sido un fenómeno de naturaleza prácticamente global, salvo algunas excepciones, como Japón y Alemania, que tuvieron su particular época dorada inmobiliaria previamente (Japón en la segunda mitad de los ochenta y Alemania en la primera de los noventa). Como puede comprobarse en el cuadro n.º 1, países como Estados Unidos, Reino Unido, Francia, o Irlanda, han registrado en la última

década incrementos de precios de la vivienda que superan el 100% acumulado, y al mismo tiempo han visto incrementada su actividad constructora de viviendas en porcentajes alrededor del 40% (cuadro n.º 2).

Son varios los factores que han apoyado el comportamiento tendencialmente alcista de los precios, en un contexto además, de incremento significativo de la actividad constructora:

- a) Mejora de las condiciones financieras, como son el descenso generalizado

Cuadro n.º 1
Boom inmobiliario global

Incremento del precio de la vivienda (última década)	
Reino Unido	120%
Francia	100%
Estados Unidos	100%
España	150%

Fuente: Elaboración propia a partir de BCE Y BoE

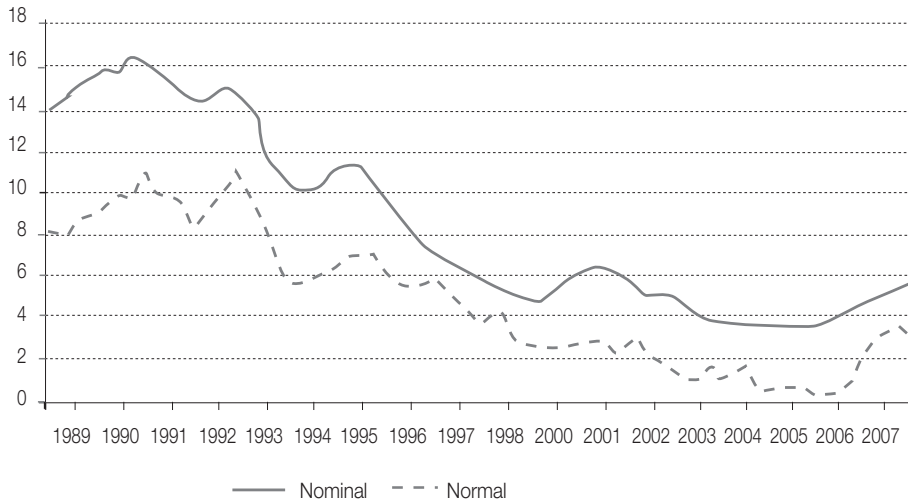
Cuadro n.º 2
Boom inmobiliario global

Viviendas construidas al año			
	Mediados los 90	Mediados 2000	Variación %
Reino Unido	175.000	250.000	42,9
Francia	300.000	420.000	40,0
Estados Unidos	1.400.000	2.000.000	42,9
España	350.000	650.000	85,7

Fuente: Elaboración propia a partir de BCE Y BoE

Gráfico n.º 5

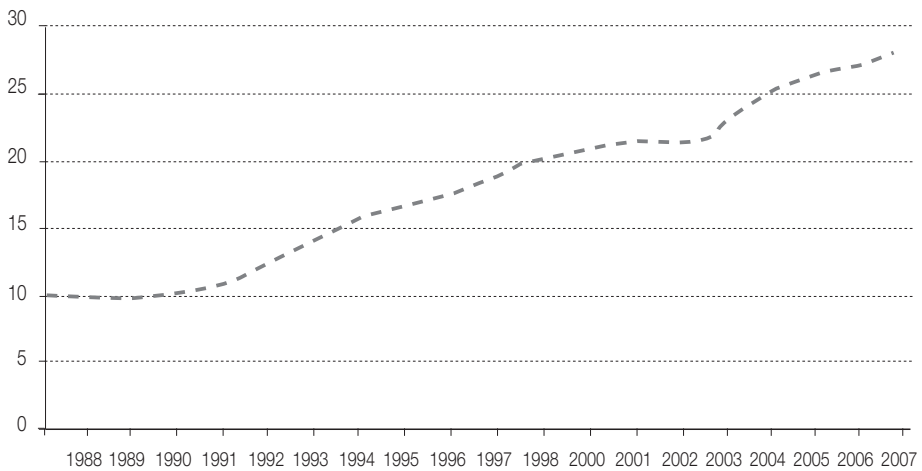
Tipo medio de interés para adquisición de viviendas



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE, INE y AFI

Gráfico n.º 6

Plazo de concesión del crédito hipotecario



Fuente: Elaboración propia a partir de BBVA y Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España

de los tipos de interés o el aumento de los plazos de concesión de créditos hipotecarios.

- b) Incremento de la renta disponible de las familias que acompañado por la baja rentabilidad de inversiones alternativas, con motivo de las caídas bursátiles de 2000 y 2001, han provocado un extraordinario atractivo de la vivienda, tanto en su faceta de bien de uso (favorecido por el comportamiento de la renta disponible), como en la de bien de inversión (impulsado por los históricamente reducidos tipos de interés y el menor atractivo de inversiones alternativas).

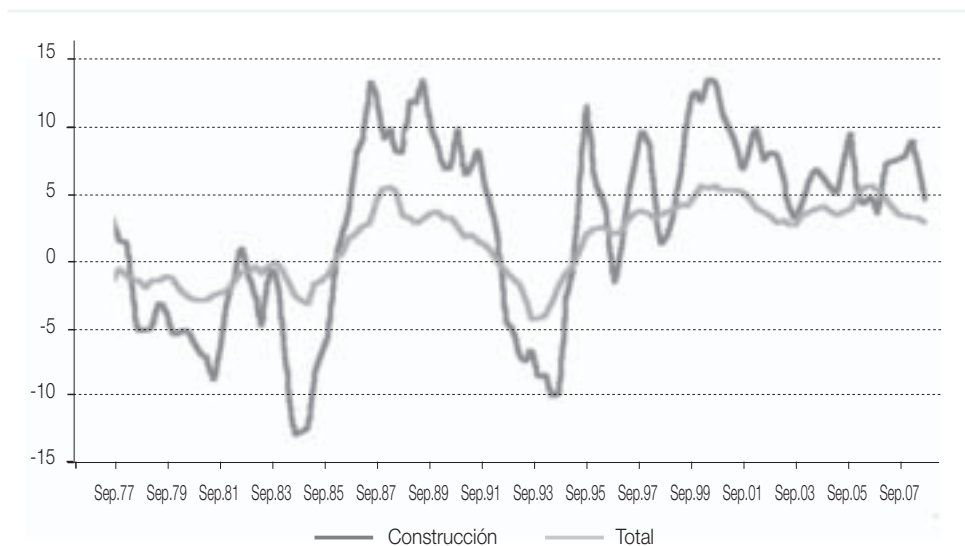
Las consecuencias de esta combinación de precios más elevados y fuerte incremento de la actividad de construcción de viviendas, han sido de un impacto extraordinariamente positivo en la evolución de la ac-

tividad económico en nuestro país, a través de tres vías complementarias:

- b) En primer lugar, la propia aportación de la actividad de construcción al crecimiento económico de forma directa: así, la inversión en construcción representa actualmente un 18% del PIB, frente al 11,5% que representaba a mediados de los noventa. A ello habría que añadir las sinergias generadas en otros sectores, especialmente servicios.
- b) En segundo lugar, ese mayor peso de la construcción sobre el PIB, se ha traducido en una importante creación de empleo, dada la elevada intensidad de mano de obra que la actividad de construcción requiere. Se estima que dicho sector ha creado casi la cuarta parte de los nuevos empleos generados en España en la última década, con el consiguiente efecto multiplica-

Gráfico n.º 7

Crecimiento del empleo (EPA, a/a)
(%)



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

dor sobre el resto de sectores, mediante la propensión al consumo que dichos nuevos empleos han inducido.

- c) En tercer lugar, aunque difícil de cuantificar, probablemente no es desdeñable el positivo efecto que sobre el consumo privado ha ejercido el incremento de precio de las viviendas. Dicho «efecto riqueza», ampliamente documentado en la literatura sobre la función de consumo, es especialmente relevante en el caso español, dado el fuerte peso que los activos inmobiliarios tienen sobre el patrimonio de las familias españolas (en torno al 80%, frente a porcentajes inferiores al 50% en países como Estados Unidos o Reino Unido).

Sin menoscabo de ese carácter global del *boom* inmobiliario de la última década, lo cierto es que el caso español supera ampliamente cualquier comparación con los países de la tabla anterior, tanto en precios como en actividad: así, en el segundo caso, frente a las 350.000 viviendas que se construían anualmente a mediados de los 90, en los últimos 6 u 8 años se ha pasado al entorno de 650.000. Y al mismo tiempo, ese incremento de actividad (oferta) no ha impedido que el precio de la vivienda se haya encarecido en un 150% (multiplicándose por 2,5 veces) a lo largo de una década.

Esa intensidad mucho mayor del *boom* inmobiliario en España que en el resto de los países, tiene su justificación en varios hechos diferenciadores, que se añaden a los mencionados anteriormente como comunes a los principales países. Por un lado, el descenso de tipos de interés ha sido mucho más acusado en España que en el resto de países, pues hemos convergido a un tipo de interés común, pero partiendo de unos niveles mucho más elevados. Por otro lado, la renta disponible de las familias ha experimentado en España un

crecimiento más intenso que en los países de nuestro entorno, en un claro proceso de convergencia (*catching-up*) recortando la brecha frente a la media europea.

Pero sin duda alguna, el principal hecho diferencial español durante la última década –y que explica gran parte de la coexistencia del incremento sostenido en los precios y en la actividad– ha sido la «explosión demográfica» que ha registrado nuestro país. Sólo de esa manera puede calificarse el incremento de población registrado en España desde finales de los noventa: la población española ha pasado de 39,5 a 44,5 millones de habitantes, un incremento del 12% en menos de una década, y que no tiene parangón en ningún país de nuestro entorno más cercano, salvo Irlanda, cuyo mercado inmobiliario ha registrado cotas similares de actividad y precios. Ese incremento de población, en un país como España que sistemáticamente presentaba una demografía «plana» y un envejecimiento de la población, se debe, casi en exclusiva, al intenso proceso de acogida de población extranjera, en el que cabe distinguir dos colectivos bien diferenciados, tanto en sus motivaciones para elegir España como residencia, como en lo referente a su traslación a demanda de vivienda.

El primero y más numeroso componente de «nuevos residentes», representando más del 80% del mencionado incremento de la población, se refiere a la masiva incorporación de inmigrantes en busca de mejores condiciones económicas y sociales que en sus países de origen (fundamentalmente Latinoamérica, Europa del Este y Norte de África). Dicho componente de población sería potencial demandante de vivienda para residencia principal, tras un primer periodo de habitar en alquiler. Estimamos que la llegada de población inmigrante ha podido representar una demanda adicional de cerca de 100.000 viviendas anuales en los últimos años, con una especial inci-

Gráfico n.º 8
Población española por nacionalidad

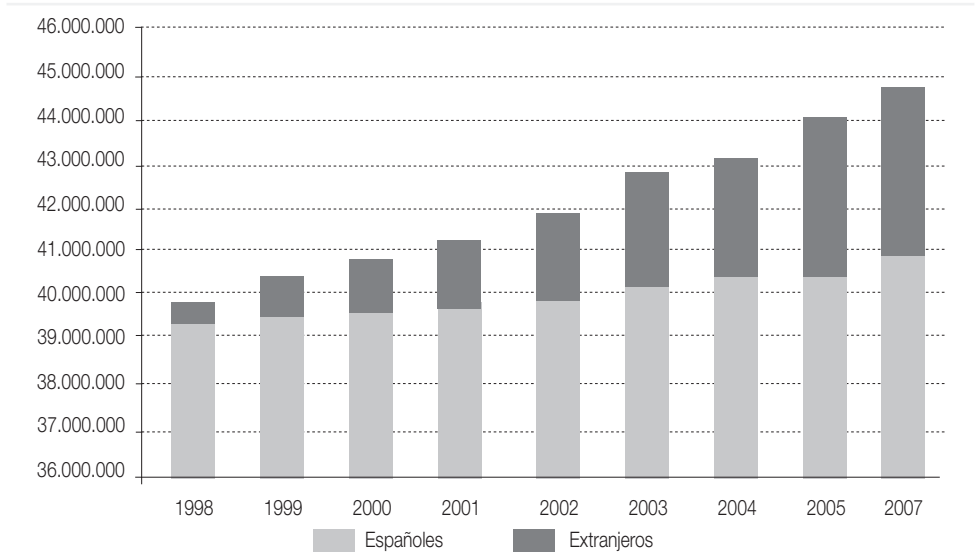


Gráfico n.º 9
Crecimiento de la población por grupos de edad: 2007 frente a 1996

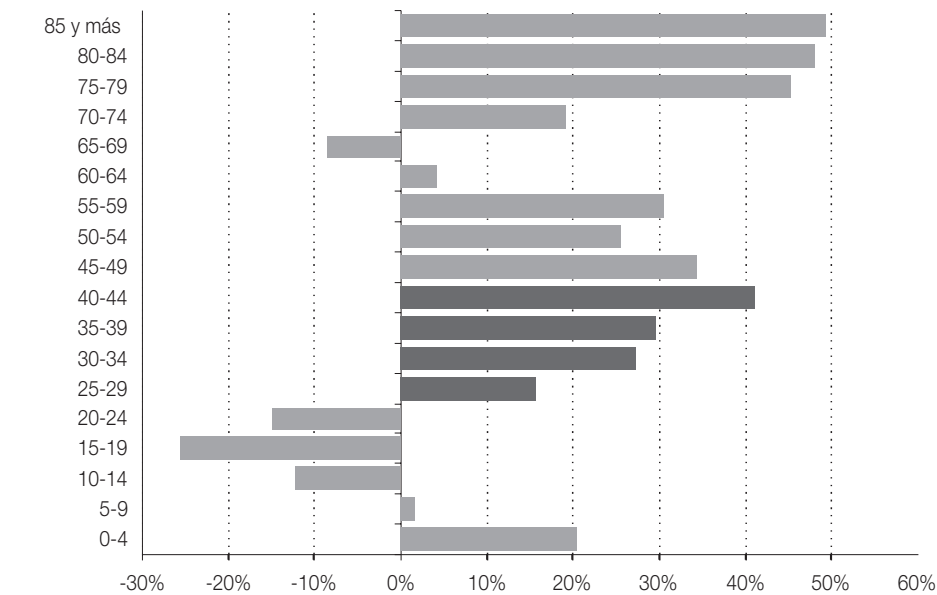
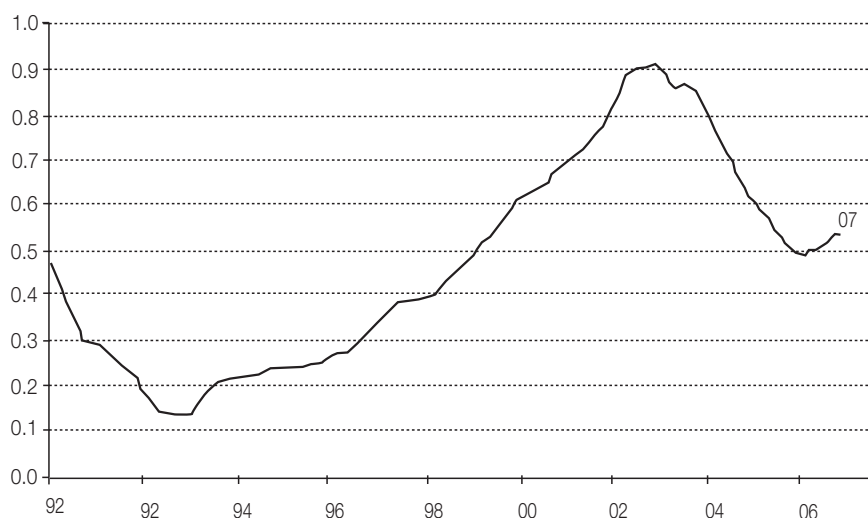


Gráfico n.º 10
Inversión extranjera en inmuebles
 (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir del BdE

Cuadro n.º 3
Importancia del sector de Construcción

	Viviendas / 1.000 hab.	Peso Construcción s./PIB
Reino Unido	7,0	13,0
Francia	7,2	9,0
Estados Unidos	4,0	10,0
España	17,0	17,0

Fuente: Elaboración propia a partir de BCE y BdE

dencia en las cohortes demandantes de vivienda.

Un segundo componente de «nuevos residentes», abarcaría a ciudadanos de otros países, fundamentalmente de la Unión Europea, que han adquirido viviendas en Espa-

ña, con un uso preferente de segunda residencia, aunque en ocasiones la distinción entre la primera y segunda vivienda resulta difusa. Estimamos que dicho colectivo ha podido representar una demanda de más de 80.000 viviendas anuales en la última

Gráfico n.º 11

Tasa de variación interanual (MM M12) del número e importe (miles de €) de hipotecas constituidas para vivienda en España

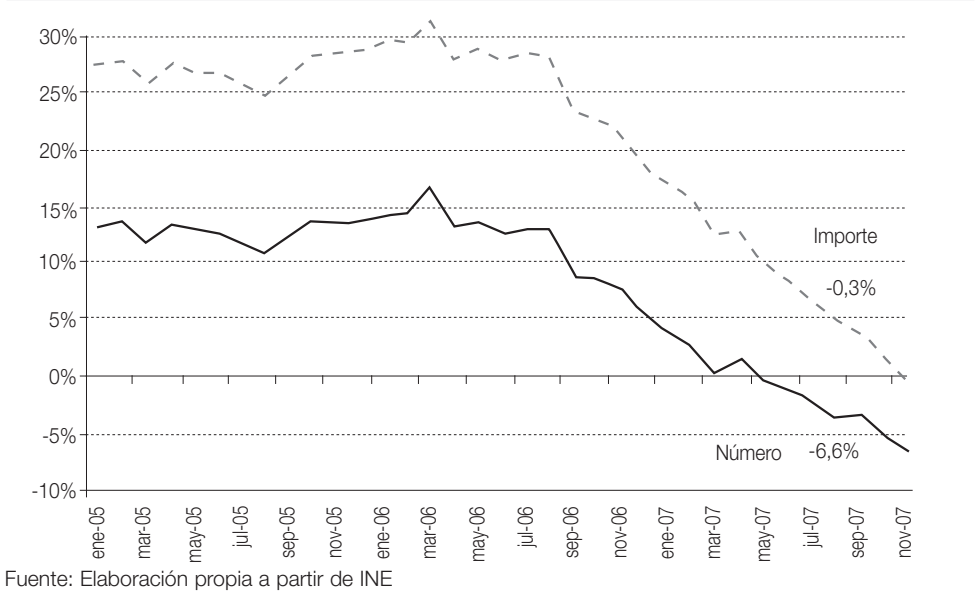
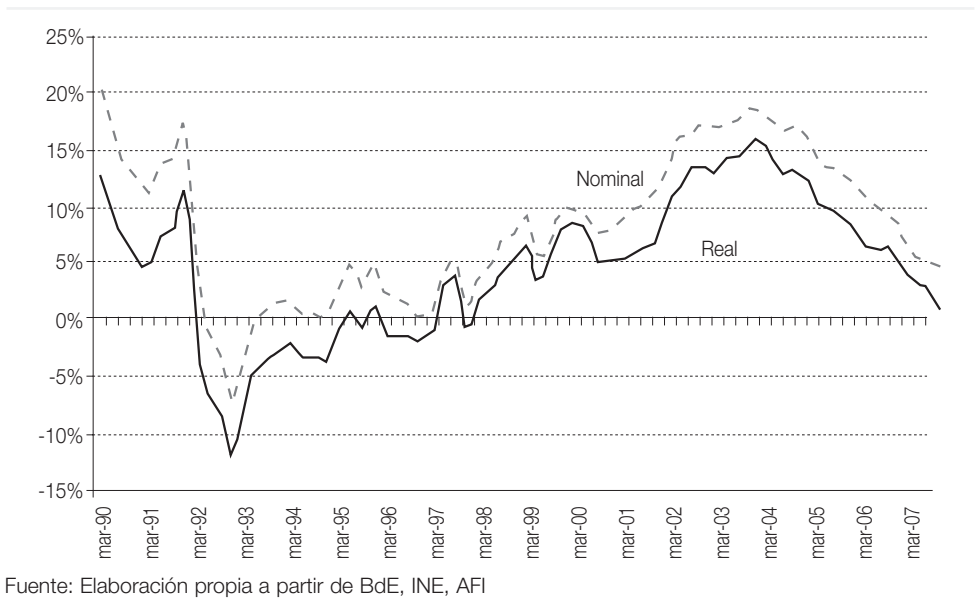


Gráfico n.º 12

Crecimiento del precio de la vivienda libre



década, estimándose en más de un millón las viviendas que actualmente poseen en España ciudadanos de otros países europeos, fundamentalmente alemanes y británicos. A dicho proceso de inversión inmobiliaria extranjera en España ha contribuido, aparte del tradicional atractivo derivado del litoral y el clima, la percepción de estabilidad (financiera y cambiaria, pero también jurídica, social, sanitaria, etc.) desde la plena incorporación a la Unión Europea, y a su vertiente monetaria.

Todos esos factores son los que han permitido que la actividad inmobiliaria en España haya alcanzado unas magnitudes que superan ampliamente cualquier comparación con los principales países desarrollados.

3.2. Perspectivas

Desde inicios de 2007 se viene observando una ralentización en el sector inmobiliario, desaceleración que se está produciendo de forma más suave en precios, y mucho más abrupta en actividad.

El principal motivo radica en que el fuerte incremento del precio de la vivienda y las subidas de tipos de interés han traído consigo un incremento de la tasa de esfuerzo de los hogares en la adquisición de la vivienda. Este notable incremento ha tenido como principal efecto una desaceleración en el crecimiento de variables de actividad, tales como viviendas iniciadas, ventas, etc. y una muy suave desaceleración del precio de la vivienda. A este hecho, hay que unir otros factores, como lo sucedido con la empresa Astroc, que vinieron a poner en duda la generación de valor y sostenibilidad del sector inmobiliario.

Uno de los factores que hemos comentado anteriormente es la población, que ha contribuido a explicar en gran parte el fuerte desarrollo del mercado inmobiliario, siendo previsible que su evolución reduzca sig-

nificativamente la presión en la demanda de primera vivienda. Por una parte, porque se anticipa una desaceleración en la construcción, y de otra, por el agotamiento de la generación del *baby boom*.

Sin embargo, son varios los factores positivos que hacen pensar en que esta desaceleración ha de ser muy ordenada en el ajuste. De un lado, el avance en convergencia en renta con la UE-15, lo que estaría ayudando a que el número de viviendas por hogar continúe aumentando. Por otro, los factores de accesibilidad, tienden a normalizarse hacia precios más moderados y tipos de interés más reducidos, lo que favorecería de nuevo el acceso a la vivienda, en un país donde la cultura de propiedad es particularmente elevada.

Con todo ello, la demanda de vivienda para los próximos ejercicios se situaría en el entorno de 300.000-350.000 viviendas.

No obstante, el principal factor determinante de la evolución del mercado inmobiliario español será, sin duda, cómo se desarrolle la crisis financiera asociada a las hipotecas *subprime* de Estados Unidos, cuya «contaminación» generalizada a los mercados financieros internacionales ha provocado un total estrangulamiento de la capacidad de financiación de las entidades financieras, quienes a su vez han trasladado esa situación a unos términos extremadamente «duros» en cuanto a las condiciones de financiación a los sectores de actividad, y muy especialmente al inmobiliario.

4. EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL Y EL SECTOR INMOBILIARIO

4.1. Punto de partida

Esa especialización o dependencia que la economía española ha asumido respecto al sector de construcción/inmobiliario, se hace mucho más patente, si cabe, en el caso del

Cuadro n.º4
Credito «inmobiliario» de las entidades de crédito
(en millones de euros)

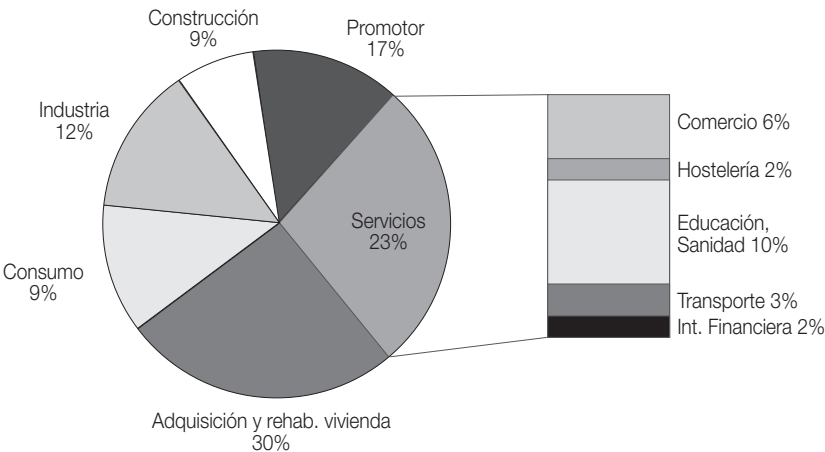
2007	Total entidades de crédito	Bancos	Cajas	Cooperativas
Crédito OSR	1.705.963	742.592	813.632	87.391
Adquisición y rehabilitación vivienda	604.623	223.319	341.916	33.121
Construcción	150.368	63.126	73.282	8.872
Act. Inmobiliarias	292.588	122.127	157.903	7.856

Cuota de mercado (en %)

Crédito OSR	44	48	5
Adquisición y rehabilitación vivienda	37	57	5
Construcción	42	49	6
Act. Inmobiliarias	42	54	3

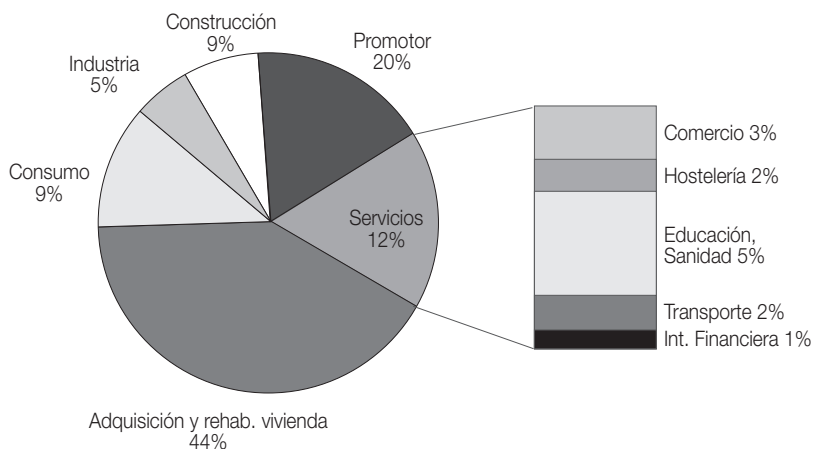
Fuente: Elaboración propia a partir de BCE y BdE, 2007

Gráfico n.º 13
Composición del crédito OSR en bancos



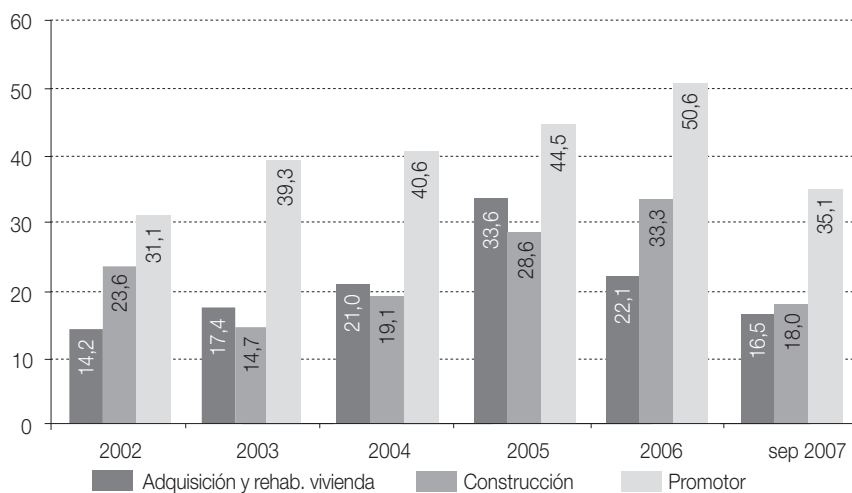
Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 14
Composicion del crédito OSR en cajas



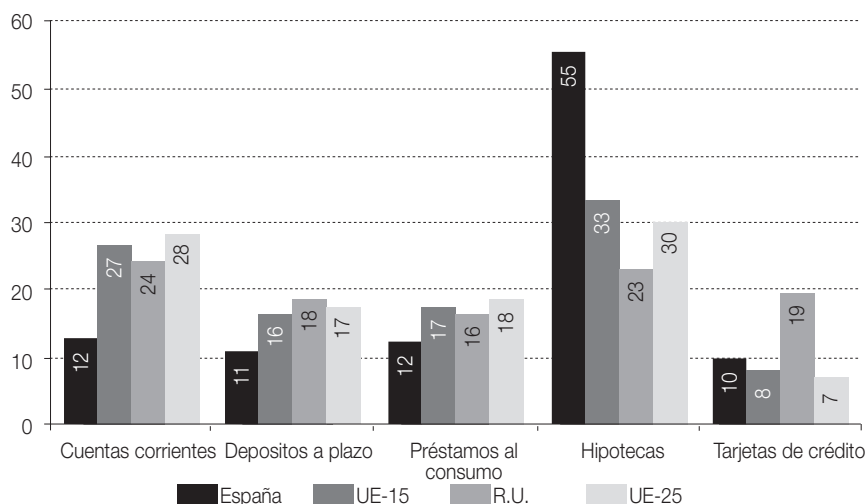
Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 15
Crecimiento interanual del crédito «inmobiliario»
(en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 16
Particulares. Margen Bruto por Línea de Producto
(en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión Europea

sistema financiero español, y especialmente en su segmento de banca minorista.

Esa afirmación se constata si consideramos que, al cierre de 2007, el saldo vivo de inversión crediticia concedida por las entidades de crédito ascendía a 1,7 billones de euros, habiendo crecido a una tasa media anual del 20% en los últimos seis años. De esos 1,7 billones de euros destacan tres componentes íntimamente relacionados con el sector inmobiliario: crédito para la adquisición y rehabilitación de la vivienda, crédito a la construcción y crédito para actividades inmobiliarias (crédito promotor).

Más del 60% del crédito concedido por entidades financieras tiene un sesgo inmobiliario, siendo más del 70% del crecimiento del mismo de los últimos años debido a esta modalidad de crédito. Se trata incluso de una estimación que se queda corta,

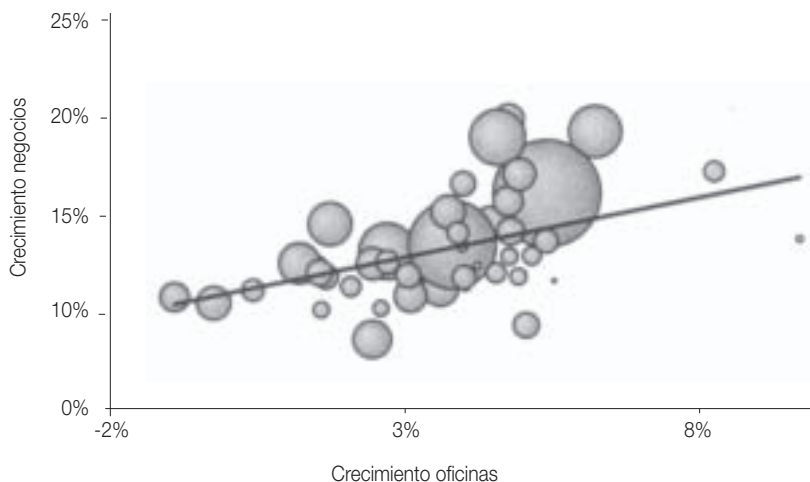
pues deja fuera todas las demandas de crédito que, de forma indirecta han sido inducidas por el sector inmobiliario (ej. sector de muebles, electrodomésticos, fabricación/alquiler de maquinaria de construcción, consumo generado por la mano de obra empleada en el sector, etc...).

Las cajas y los bancos se reparten el mercado de concesión de crédito inmobiliario en un 55% y un 40% respectivamente, en lo que se refiere al agregado de las tres partidas anteriores.

Si consideramos el grado de exposición de ambos sectores, tomando como referencia el porcentaje de crédito que se dedica a cada tipología de crédito, las diferencias son sólo significativas en lo que se refiere al crédito a adquisición y rehabilitación de la vivienda.

Gráfico n.º 17

Importancia de las oficinas para el crecimiento del negocio Expansión y crecimiento del negocio



Negocio = crecimiento + depósitos

El tamaño de la burbuja corresponde al tamaño de balance de las 46 cajas de ahorros

Fuente: Elaboración propia a partir de CECA

Como ejemplo del elevado peso que presenta la actividad hipotecaria en el conjunto del negocio bancario minorista español, basta analizar dos indicadores que relacionan la dependencia no ya sólo del volumen (señalada anteriormente), sino de los resultados y de la vinculación de los clientes en el sector bancario español. Como hemos comentado anteriormente, este es un hecho diferencial que ha permitido salvaguardar a la banca española de la crisis de las hipotecas *subprime*, en la medida en que la rentabilidad que se obtiene del crédito hipotecario viene de la mano de la venta cruzada² que se realiza, con lo que el incentivo a cui-

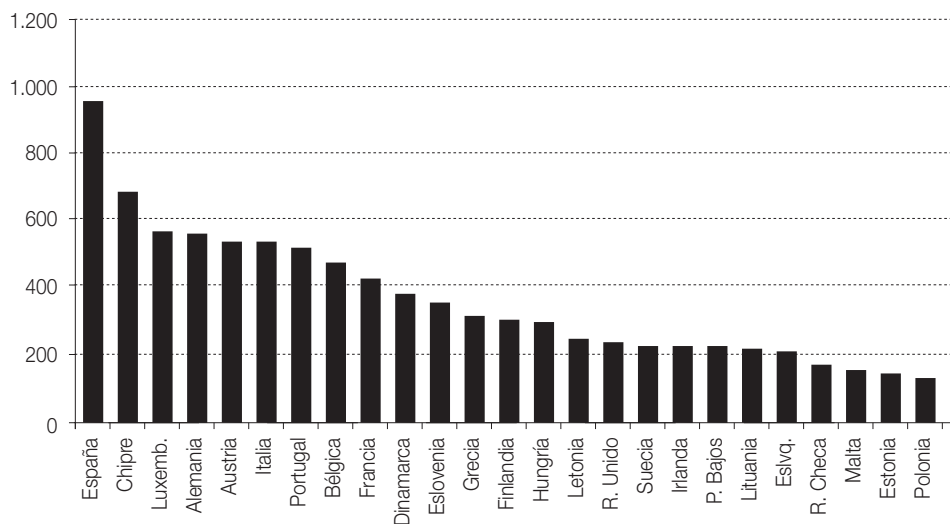
dar la supervivencia del cliente es muy elevada. Por tanto, prácticas de venta de hipotecas con «olvido» del cliente han sido muy reducidas.

En efecto, analizando la situación española con respecto al conjunto de la Unión Europea, destaca cómo, en nuestro país, el crédito hipotecario es la principal fuente de ingresos de la banca minorista, generando un 55% del margen total, frente al 33% que supone en la media de la UE-15.

En segundo lugar, el «producto gancho» que da lugar a la mayor parte de la venta cruzada tanto en España como en el conjunto de la UE15 es el crédito hipotecario, por lo que resultan lógicas las estrategias enfocadas a potenciar la comercialización de un producto que, especialmente en el caso español, sirve de gancho para la colocación, en media, de 3-4 productos bancarios adicionales.

² Venta cruzada o *cross selling*: operaciones bancarias que nacen a raíz de otra operación, que es la que en principio pretende realizar el cliente, y que sirven para complementar la rentabilidad obtenida por ésta última.

Gráfico n.º 18
Oficinas / millón habitantes



Fuente: elaboración propia a partir de EU Banking Structures. 2007

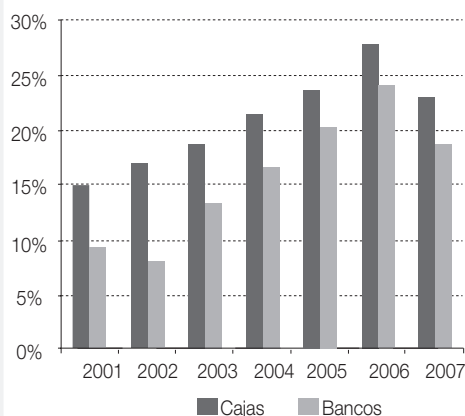
Ese sesgo del negocio minorista hacia el sector de la construcción / inmobiliario, ha tenido una serie de implicaciones, tanto en la orientación estratégica de las entidades, como en algunos desequilibrios generados en el modelo de negocio. Esas implicaciones, a las que a continuación nos referiremos, han sido mucho más intensas en el caso de las cajas, sin duda las dominantes tradicionales del negocio hipotecario/inmobiliario, si bien éste ha sido en los últimos años objeto de renovado interés también por parte de los bancos.

La primera, y más obvia, implicación de esa dinámica tan expansiva del negocio vinculado a la actividad inmobiliaria ha sido la adopción generalizada, por la práctica totalidad de entidades, de estrategias orientadas fundamentalmente a «volumen» de negocio, en muchos casos a expensas de la «rentabilidad» del mismo.

Una segunda implicación estratégica, íntimamente ligada a la anterior, se refiere al modelo de distribución. En un contexto de fuerte crecimiento de negocio, y además muy vinculado a la promoción y financiación de nuevas viviendas, las entidades han hecho descansar sus estrategias de crecimiento en intensos procesos de apertura de oficinas, en muchos casos vinculadas a promociones previamente financiadas por las entidades, y buscando la cercanía a los clientes de los nuevos núcleos de población. El siguiente gráfico, que relaciona estadísticamente la apertura de oficinas con el crecimiento de negocio, es suficientemente elocuente del generalizado uso de la expansión de oficinas como estrategia para ganar, o como mínimo mantener, cuota de mercado en un entorno de negocio expansivo. La estrategia ha sido común tanto para las grandes como las pequeñas enti-

Gráfico n.º 19

Crecimiento interanual del crédito
(en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE y CNMV

Gráfico n.º 20

Crecimiento interanual de los depósitos
(en %)

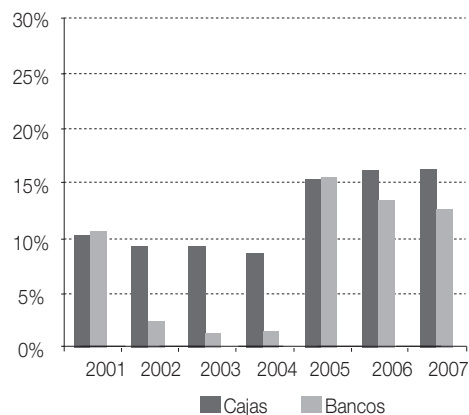
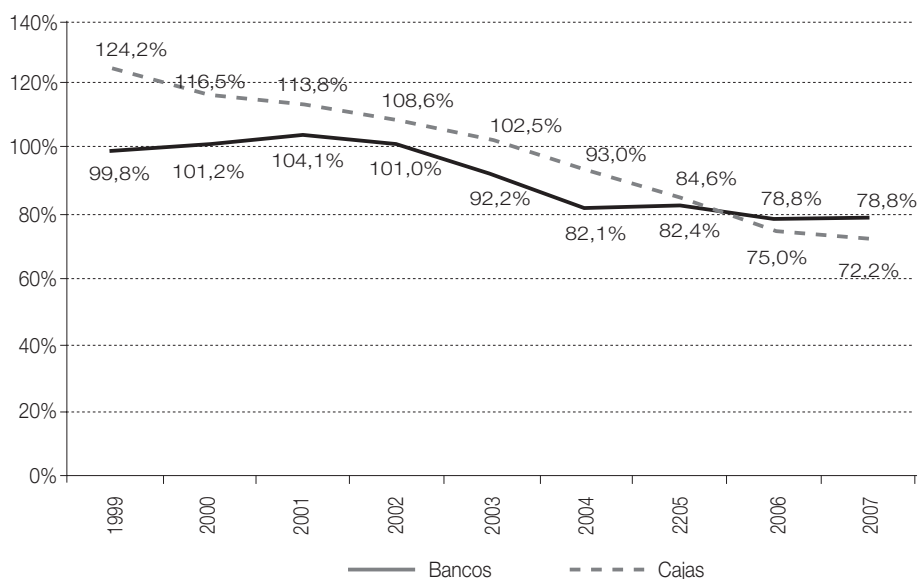


Gráfico n.º 21
Ratio de liquidez



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE y CNMV

Gráfico n.º 22
Bancos

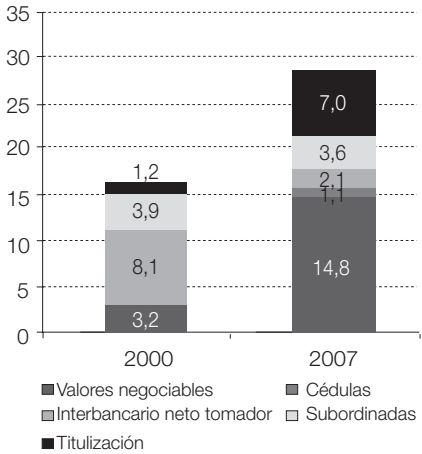
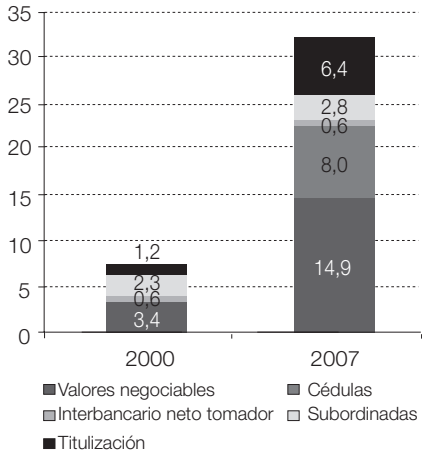
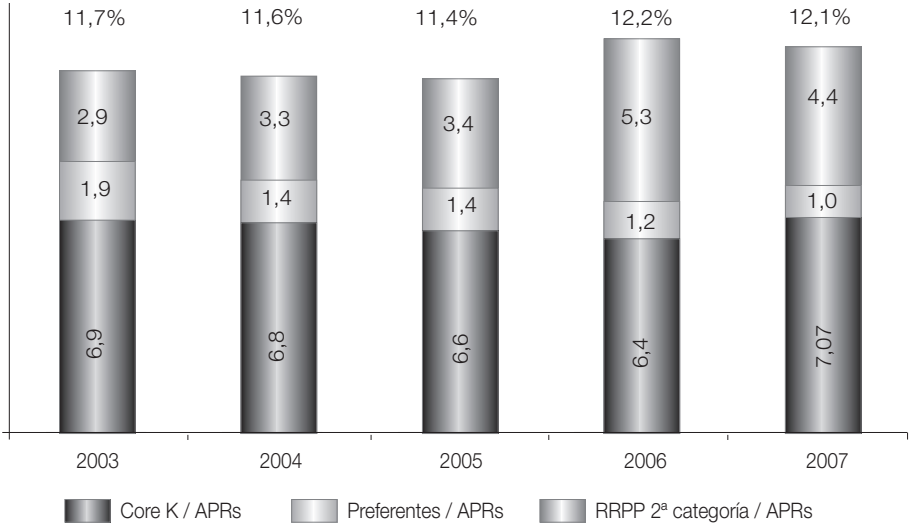


Gráfico n.º 23
Cajas



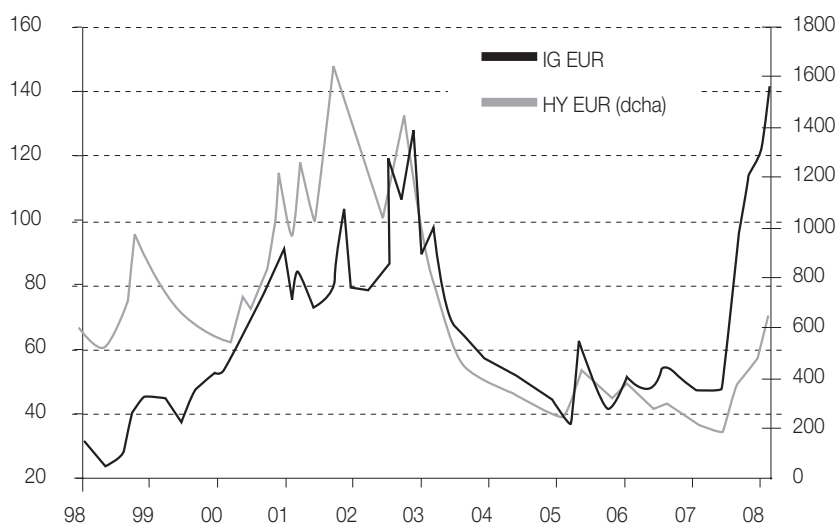
Fuente: Elaboración propia a partir de BdE y CNMV

Gráfico n.º 24
Calidad de Recursos Propios



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE y CNMV

Gráfico n.º 25

Diferenciales de crédito (Grado de inversión (IG) y High Yield)

Fuente: Merrill Lynch

dades (reflejadas en el gráfico según el tamaño del círculo).

Como consecuencia de ello, en España a pesar de haber 125.000 personas por cada entidad financiera (frente a las 64.000 de media en la UE12), a cada oficina bancaria le corresponden 1.000 personas (frente a las 2.500 de la UE12). El proceso de apertura de oficinas vinculado a las estrategias de crecimiento ha incrementado de forma muy significativa la densidad de oficinas bancarias por habitante, a pesar de que éstas tienen una caracterización –oficinas pequeñas con pocos empleados– muy distinta a la del resto de países europeos.

Esas orientaciones estratégicas, hacia un mayor volumen de negocio, y a la expansión del número de oficinas como principal «arma comercial», han generado dos tipos de implicaciones financieras, que se erigen

en el centro de los nuevos retos en la gestión de las entidades.

En los últimos años, el entorno de tipos reducidos ha facilitado ampliamente el recurso al endeudamiento por parte de todos los agentes económicos, pero al mismo tiempo, no ha favorecido el crecimiento de los depósitos, principal y más barato recurso de financiación de las entidades de crédito. El ahorro ha tenido como destino otros fines (fondos de inversión, seguros, acciones...).

Estos desacompañados crecimientos entre una y otra variable supone que si en el año 2000, el 100% de la inversión crediticia se financiaba vía depósitos de clientes, ya en el año 2007 este ratio se situaba en el 75%.

Para cubrir este *gap* entre financiación e inversión, la apelación a la financiación ma-

yorista³ ha sido el recurso más utilizado por las entidades.

De este modo, al elevado crecimiento del crédito hay que asociar también un intenso cambio en la estructura de financiación de las entidades de crédito, acercándose ya a la media de la Unión Europea en lo que a financiación mayorista se refiere.

Por otro lado, el fuerte crecimiento de las inversiones ponderadas por su nivel de riesgo, también conocidas como activos ponderados por riesgo (APRs), no han venido acompañadas por un incremento similar de los recursos propios, lo que ha venido a provocar un deterioro de la «calidad» de los mismos. El coeficiente de solvencia, que se define como el cociente entre recursos propios computables y los APRs⁴, ha venido manteniéndose en niveles relativamente estables y por encima del mínimo regulatorio, esto es, el 8%. Ahora bien, esto ha sido posible gracias a la emisión de instrumentos con categoría de recursos propios, como la deuda subordinada⁵ o las participaciones preferentes⁶.

³ Entendemos por financiación mayorista el conjunto de emisiones de pagarés, bonos y obligaciones, cédulas hipotecarias multicedentes y titulizaciones que el sector ha ido emitiendo en los últimos años.

⁴ El coeficiente de solvencia puede descomponerse en TIER I y TIER II. El primero nos informa de los recursos propios básicos que son financiados por la totalidad de los APR's; dentro de éstos, hay que considerar especialmente el Core Capital, que incluye el capital, reservas y resultados de ejercicios. El segundo, tiene en cuenta la parte de los APR's que viene siendo financiada por los recursos propios de segunda categoría.

⁵ Deuda subordinada: financiación recibida por la entidad de crédito que, a efectos de prelación en caso de situación concursal, se situarían inmediatamente por detrás de todos los acreedores comunes y antes de los accionistas.

⁶ Participaciones/acciones preferentes: instrumentos financieros híbridos entre la renta fija y la renta variable que son considerados como recursos propios de primera categoría en cuanto al cálculo del coeficiente de solvencia.

4.2. Consecuencias de la crisis

Incremento del coste del pasivo

a) Cierre de los mercados mayoristas

El cambio en la estructura de financiación comentado anteriormente ha hecho que las entidades financieras estén más expuestas a la volatilidad y situación de los mercados de financiación.

Pues bien, tal y como se comentaba al principio del capítulo, la reprecación del riesgo de crédito ha afectado a todos los sectores económicos, siendo uno de los más castigados, el sector financiero. Esta reprecación del riesgo de crédito se ha manifestado de forma inmediata en un incremento de los diferenciales de las emisiones de financiación mayorista realizadas, castigando de forma generalizada a todo tipo de emisiones.

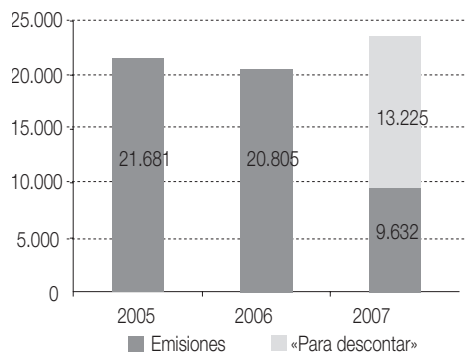
Esta es la primera consecuencia, sobre la financiación de las entidades de crédito, de la crisis de confianza e incertidumbre actual: el fuerte encarecimiento de las emisiones de deuda.

Al mismo tiempo, los mercados de emisión de cédulas hipotecarias y titulizaciones, que han sido los principales instrumentos de obtención de financiación en los últimos años, se encuentran absolutamente «cerrados». Esta tipología de emisiones ha adquirido un tinte negativo, han sido «estigmatizadas», a raíz de la crisis financiera estadounidense.

El «estigma» se explica por varios motivos ya comentados anteriormente:

—La crisis *subprime* estadounidense cuyos efectos, magnitud de pérdidas y localización de las mismas, están todavía por conocer, provoca un cierto recelo con todo lo que tenga que ver con entidades financieras.

Gráfico n.º 26
Cédulas. Cajas de ahorros



Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV

Gráfico n.º 27
Cédulas. Bancos

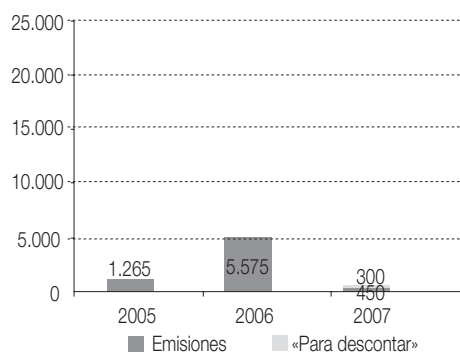
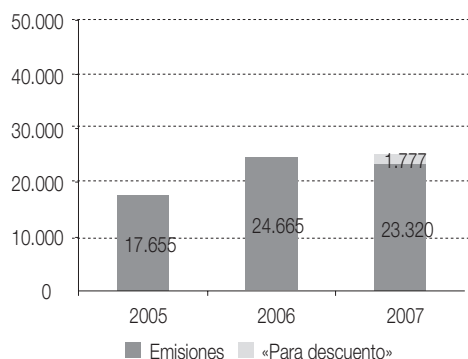
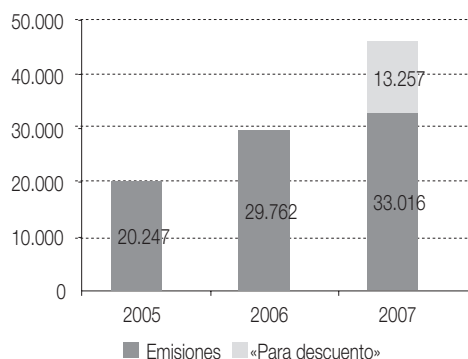


Gráfico n.º 28
Titulizaciones. Cajas de ahorros



Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV

Gráfico n.º 29
Titulizaciones. Bancos



—El detonante de la crisis *subprime* estadounidense, —elevado incremento de la morosidad hipotecaria,— se contempla como una variable clave también en España, por dos factores fundamentales:

- Dado el elevado sesgo inmobiliario del sistema financiero español, el potencial incremento de morosidad, ligado al deterioro del ciclo económico, iría vinculado no sólo por lo que se refiere a hipotecario finalista, sino también por el temor a que el crédito promotor evolucione negativamente.
- Por el desconocimiento acerca de cómo se ha venido concediendo el crédito hipotecario en España, en lo que se refiere a estándares y niveles de control de riesgo. Los estándares de concesión de crédito aplicados por las entidades financieras españolas han sido muy estrictos, siendo la mejor prueba de ello el reducido nivel de morosidad, el más bajo de Europa. Además, y tal como indicábamos al principio, dado que en España el crédito apenas «sale» de balance, el incentivo a mantener la calidad del crédito y a cuidar al cliente, rodeándolo de productos, es muy superior a lo que implica el modelo estadounidense.
- Con ello, la financiación de las entidades de crédito se ha visto fuertemente contraída a tenor de lo ocurrido desde la crisis *subprime*. El panorama de la financiación bancaria ha cambiado drásticamente de la noche a la mañana.

No obstante, este tipo de instrumentos han seguido emitiéndose. En los gráficos siguientes aparece el volumen de cédulas y titulizaciones realizadas en los últimos años, con detalle, para el 2007, de lo que ha sido emitido «antes y después de la crisis».

Pues bien, todo lo que ha sido emitido «después de la crisis», no ha sido colocado entre inversores si no que las propias entidades han adquirido los activos resultantes de la titulización o de la «cedulización». El motivo principal es que estos activos pueden utilizarse por las entidades como colateral⁷ en las operaciones de política monetaria del BCE, a través del Banco de España.

En este punto, merece la pena realizar un breve comentario sobre este mecanismo de financiación, cuya utilización ha sido potenciada en los últimos meses por parte de las entidades financieras españolas.

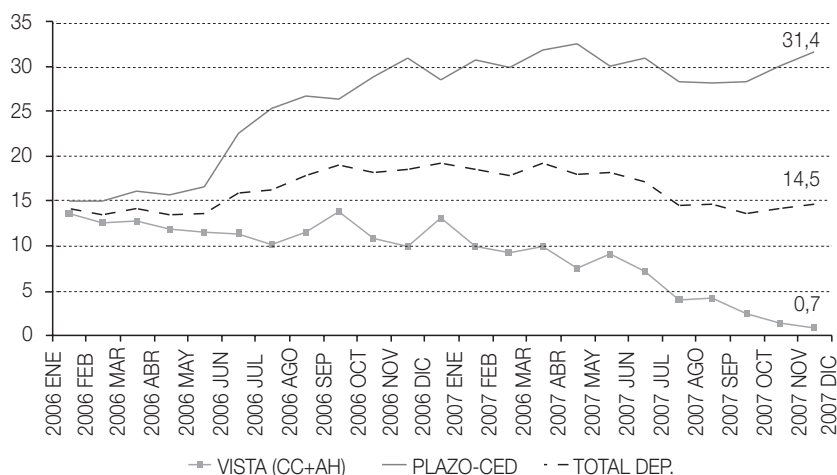
b) Utilización de cédulas y bonos de titulización como colateral en las operaciones de política monetaria del BCE

El BCE acepta una gama de colateral más amplia que los otros bancos centrales. Desde enero de 2007 existe una lista única de colateral del Eurosistema, dentro de la cual se admite todo el papel con calificación crediticia de A o superior, siempre que sea negociable en el mercado secundario. El *rating* de este papel es otorgado por las principales agencias de calificación crediticia. Las cédulas o los bonos de titulización españoles, de calificación crediticia AAA, cumplen sobradamente este requisito, y por eso se han aceptado siempre como garantía en los préstamos de política monetaria.

En un periodo en el que el mercado interbancario funciona deficientemente, se agudiza la dependencia estructural de la liquidez del banco central dentro del Eurosistema. Precisamente la existencia de canales de suministros de liquidez amplios, claros y estandarizados es lo que ha permi-

⁷ Colateral: activo que sirve como garantía para respaldar la concesión de un crédito o una emisión de bonos.

Gráfico n.º 30
Depósitos del total entidades de crédito.
 Crecimiento interanual (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

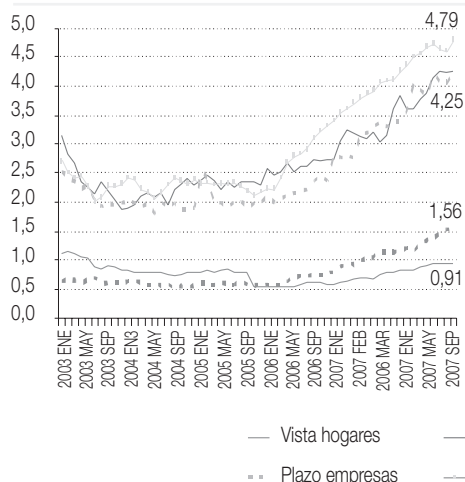
tido al Eurosistema lidiar mejor con los problemas desencadenados el pasado verano. La flexibilidad mostrada por el BCE en el mes de agosto permitió que la liquidez del banco central sustituyera a la liquidez interbancaria en los momentos de tensión: para eso están los bancos centrales.

En los últimos años, antes de los problemas de liquidez señalados, los bancos alemanes pedían dinero en abundancia al Bundesbank y compraban cédulas españolas. Ahora, con el problema de «estigma» que parece afectar a las cédulas (y a las titulizaciones en general), son los bancos españoles los que solicitan liquidez al Banco de España contra este mismo colateral. Al ser un sistema bancario más dinámico, cuyo crédito, aunque se ha ralentizado, crece más que el de otros países europeos, los bancos españoles se han visto

más afectados por la sequía del interbancario, especialmente en los plazos más largos. En una crisis de liquidez sistémica, el recurso al dinero del banco central con garantías de la máxima calidad crediticia no debe verse como un problema, sino como una respuesta natural.

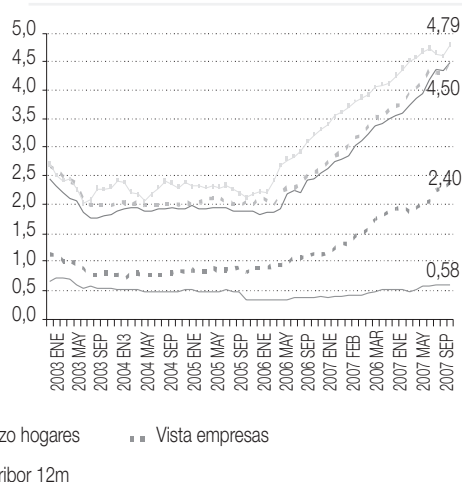
La apelación de los bancos españoles al Banco de España en los últimos meses hay que verla en su contexto. Aunque ha aumentado, es del orden de 45 mm², aproximadamente un 10% del total del Eurosistema, equivalente más o menos a la clave de capital del Banco de España en el BCE (que se basa a su vez en la media de población y PIB en términos relativos), es decir, en torno a lo que sería la «cuota» teórica española. Los bancos alemanes, con una tradición de descuento una gama de papel muy amplia, han recibido en algunos períodos hasta un

Gráfico n.º 31
Remuneración de depósitos (en%)
Bancos
(nuevas operaciones)



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 32
Remuneración de depósitos (en%)
Cajas de ahorro
(nuevas operaciones)



60% del total de la inyección de liquidez del Eurosistema, sin que esto haya llamado la atención de nadie. Es importante señalar que, en condiciones normales, es relativamente indiferente a través de qué banco central nacional o de qué sistema bancario se suministre la liquidez, porque el mercado interbancario se encarga de redistribuirla; pero en estos últimos meses se ha producido, por la dificultades señaladas anteriormente, un aumento del recurso directo de los bancos a las inyecciones de liquidez de sus respectivos bancos centrales que se traduce en una cierta «nacionalización» del suministro de liquidez dentro del Euro-sistema.

c) Los depósitos como vértice del crecimiento

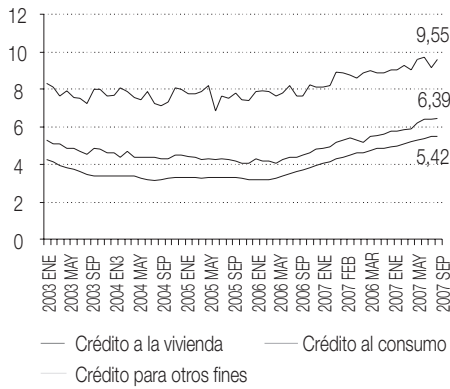
Como consecuencia de lo indicado anteriormente, –encarecimiento de los *spreads*⁸

y cierre de los mercados de emisiones,– los depósitos de clientes se han convertido en el arma principal con que financiar el crecimiento.

Por primera vez en mucho tiempo, en la medida en que las dificultades en los mercados mayoristas continúan, el potencial de crecimiento del crédito viene determinado por lo que crezcan los depósitos de clientes, no contemplándose, en muchos casos, fuentes de financiación adicional. Esta es una tónica distinta a cómo se ha venido realizando la presupuestación en ejercicios anteriores, donde el crecimiento del crédito era independiente del crecimiento de los depósitos, pues el *gap* de financiación venía a ser cubierto por la financiación mayorista.

⁸ Spread: se refiere al diferencial entre la renta fija privada a 5 años y Tesoro Euro.

Gráfico n.º 33

Tipo de interés de nuevas operaciones a hogares e ISFLSH

Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 34

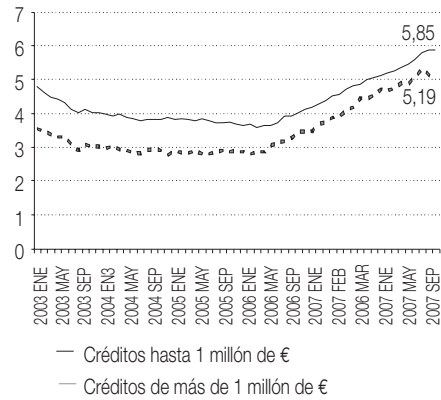
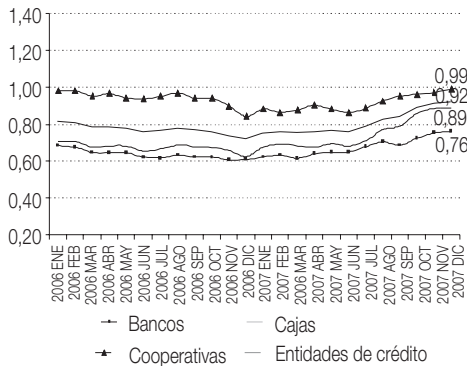
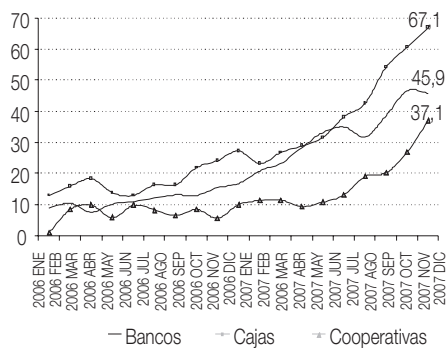
Tipo de interés de nuevas operaciones a empresas

Gráfico n.º 35

Tasa de morosidad (en%)

Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 36

Crecimiento interanual del crédito moroso (en%)

Es cierto que ya desde mediados de 2006, al hilo de los cambios de fiscalidad en el tratamiento de los fondos de inversión y depósitos, de las fuertes subidas de tipos de interés, y también por la propia proactividad de las entidades financieras, preocupadas por el fuerte deterioro del ratio de liquidez estructural, los depósitos de clientes comenzaron a registrar tasas de crecimiento mucho más elevadas que las de los últimos años.

Sin embargo, desde mitad de año 2007, esta tendencia se ha visto agudizada. Son muchas las entidades y muchas las ofertas que se pueden observar en el mercado con el fin de captar recursos de clientes.

En un contexto de tipos de interés al alza, la principal palanca de actuación ha sido, obviamente, la remuneración que se ofrece por mantener ciertos saldos por un tiempo determinado. En los gráficos adjuntos aparece la remuneración ofrecida a las nuevas operaciones formalizadas en cada uno de los meses.

Esa necesidad de recursos de clientes a largo plazo, con mayor estabilidad, en un entorno de tipos favorable, ha hecho que el crecimiento del ahorro a la vista haya sido prácticamente nulo durante gran parte del año. Este hecho provoca que haya desaparecido el «efecto anclaje» que se produce como consecuencia del mantenimiento de saldos a la vista en un entorno de tipos de interés alcistas: no sólo ha disminuido el saldo de dicho ahorro a la vista, sino que también ha aumentado la remuneración del mismo.

El fuerte crecimiento del plazo encuentra también su explicación en el elevado trasvase que ha venido produciéndose en los fondos de inversión, debido tanto al mal comportamiento de la mayor parte de categorías de fondos como por la estrategia de las entidades que han incentivado también ese trasvase.

La conjunción del comportamiento de los costes financieros de la financiación minorista («guerra del pasivo») y de la financiación mayorista (encarecimiento de spreads y cierre de mercados), ha hecho que el coste de pasivo oneroso haya aumentado de forma considerable, lo que convierte este punto en uno de las principales preocupaciones del sector.

Endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito

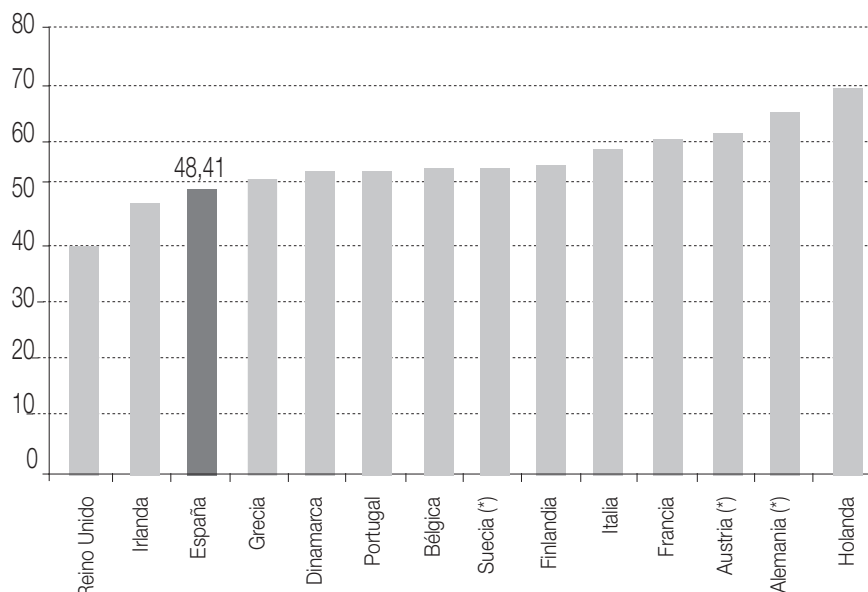
Dado que una de las principales consecuencias de las *crisis subprime* es el incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito, es de esperar que el paso siguiente se produzca de forma inmediata: las entidades de crédito trasladarán estos mayores costes financieros al tipo al que se conceden las operaciones de crédito, o al menos, llevarán a cabo una mayor discriminación entre prestatarios.

Este hecho se viene poniendo de manifiesto en las últimas encuestas de condiciones de concesión de crédito. La Encuesta del Banco de España coincide con la del resto de Bancos Centrales. Cuando se les pregunta a las entidades de crédito por su actividad crediticia la respuesta es la misma: mayor endurecimiento en las condiciones aplicadas en las operaciones de crédito y menor demanda prevista de crédito, tanto por parte de los hogares como de las empresas.

El mayor endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito tiene su lógica en la medida en que si la financiación es escasa y más cara, las entidades de crédito habrán de racionalizar el uso de dicha financiación destinando los fondos captados a inversiones más seguras y con la rentabilidad suficiente como para recuperar el coste de la financiación en la que se ha incurrido.

Al mismo tiempo, otro de los factores que resultarán en una mayor discriminación

Gráfico n.º 37

**Eficiencia
(en %)**

Fuente: Elaboración propia a partir de EU Banking Structures. 2007

entre prestatarios será la morosidad. Si bien es cierto que la tasa de morosidad de las entidades financieras españolas es de la más reducidas de Europa, ésta ha venido aumentando progresivamente en el último año.

Este repunte de la tasa de mora, que hasta ahora se ha debido prácticamente solo al efecto tipo de interés, presenta un potencial recorrido al alza al hilo del deterioro del mercado laboral, lo que incentiva comportamientos más discriminadores entre prestatarios.

4.3. Situación comparada del sistema financiero español

En cualquier caso, las previsiones sobre la evolución de la tasa de mora que comen-

tábamos en el epígrafe anterior apuntan a un incremento moderado y controlado de la tasa de mora, acorde a un deterioro del ciclo, pero que en ningún caso se situará en niveles cercanos a los que registra el sistema financiero estadounidense. Esta afirmación radica en la existencia en España de unas prácticas de origen, control y gestión de los activos hipotecarios que implican una mayor calidad general de los activos bajo gestión. Sus características (algunas de las cuales ya hemos comentado anteriormente) son:

Origen. En España, cerca del 98% de la concesión del crédito hipotecario se origina en cajas, bancos o cooperativas, y el resto, en establecimientos financieros de crédito. Apenas existen jugadores del tipo *brokers*, supermercados financieros,... que se diri-

Gráfico n.º 38

ROA

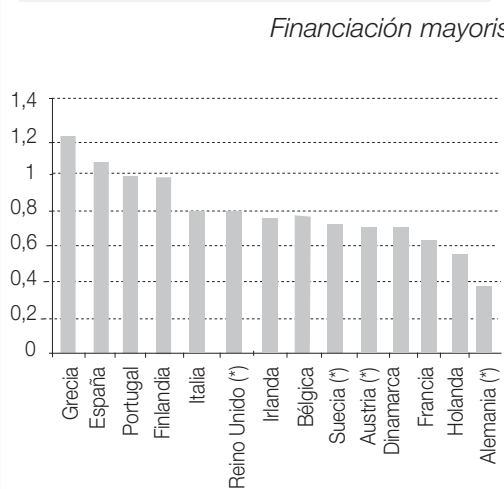
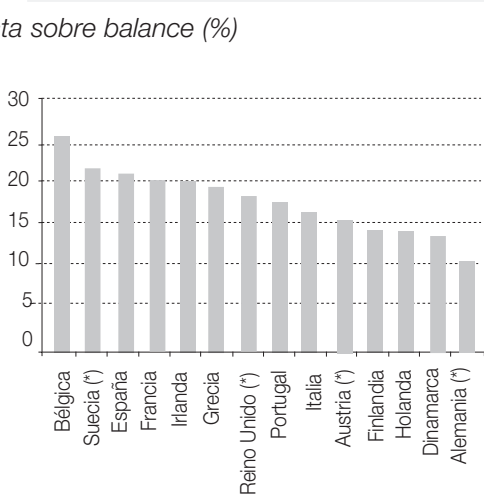


Gráfico n.º 39

ROE



Fuente: Elaboración propia a partir de EU Banking Structures. 2007

Gráfico n.º 40

Solvencia

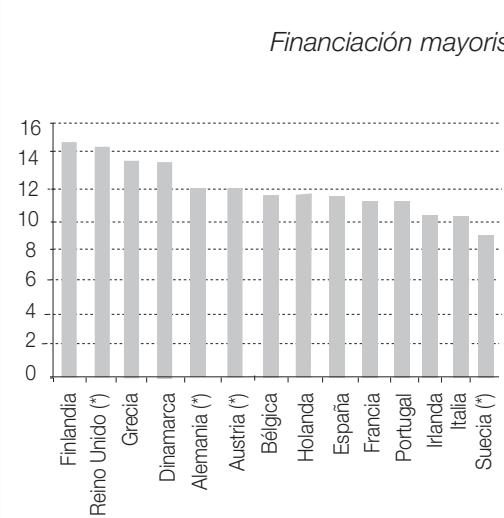
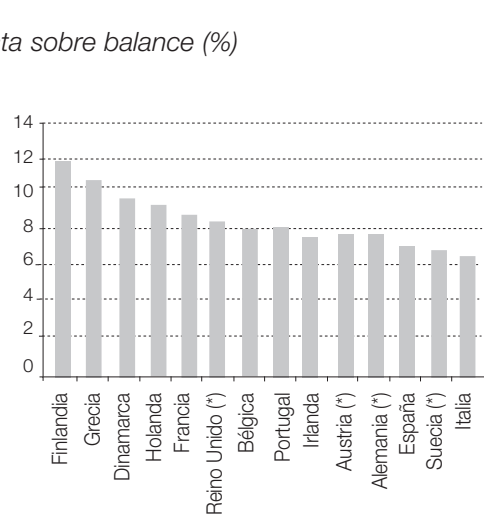


Gráfico n.º 41

TIER I



Fuente: Elaboración propia a partir de EU Banking Structures. 2007

gen a un tipo de cliente específico al que se aplican criterios muy laxos de concesión y que quedan fuera de la supervisión del Banco de España.

Tenencia. En el caso español el porcentaje de cartera crediticia titulizado con una transferencia efectiva del riesgo es muy reducida, con lo que el incentivo, como hemos comentado anteriormente, a cuidar del cliente y rodearle de productos es más elevado.

Relación entre el importe de préstamo concedido y el valor de tasación: En España el LTV⁹ del total de stock de hipotecas se sitúa en el 68,5% a finales de 2006, muy por debajo de otros sistemas, con lo que el recorrido que existe para que el valor del activo caiga en relación al importe de préstamo concedido, es muy inferior.

Pero ya no sólo la existencia de estas prácticas bancarias, sino determinados ratios de gestión, ponen de manifiesto la posición privilegiada desde la que el sistema financiero español afronta la situación de crisis crediticia internacional.

En primer lugar, la eficiencia, que se define como el ratio entre los costes financieros y el margen ordinario. La eficiencia se configura como un resorte fundamental para afrontar épocas donde el volumen de negocio, y por tanto, la generación de margen financiero, no es tan elevado, en la medida en que el drenaje del mismo vía gastos sea más reducido.

Al mismo tiempo, la rentabilidad, tanto en términos de activos¹⁰ como de recursos propios¹¹, es también de las más elevadas

de los países europeos, lo que permite extraer, que en el sistema financiero español cuenta con más resortes para obtener rentabilidad, y que si alguno de ellos dejara de funcionar (como es el de un entorno actual con débiles crecimientos del negocio), el recorrido a la baja de la rentabilidad sería muy inferior a la de otros sistemas financieros.

Por último, la solvencia, se sitúa también en niveles muy favorables, muy similar a la de países de nuestro entorno.

Por lo que se refiere a esta última variable, hay que tener además en consideración la existencia de fuentes de reforzamiento de los recursos propios derivadas de la estricta normativa de solvencia española:

—*Provisión genérica.* Heredera en su finalidad e instrumentación de la provisión estadística implantada en 1999 por el Banco de España, y que a pesar de haber servido de ejemplo a otros supervisores, es una excepción en países de nuestro entorno. El importante ritmo de crecimiento de la inversión crediticia, junto con las reducidas tasas de morosidad de los últimos años, ha determinado que el fondo genérico constituido haya sido muy importante. Su computabilidad a efectos de recursos propios es limitada (la que no excede el límite del 1,25% de los activos ponderados por riesgo), con lo que según Banco de España, casi un tercio de las provisiones genéricas no se están teniendo en cuenta actualmente en las cifras de solvencia.

⁹ LTV (Loan To Value): se define como el porcentaje que supone el crédito hipotecario concedido sobre el valor de tasación de la vivienda.

(*) Información no reportada según International Financial Reporting Standards.

¹⁰ ROA: se calcula como el cociente entre el beneficio antes de impuestos y el activo total medio que posea la entidad.

¹¹ ROE: se define como el beneficio neto entre los recursos propios medios de la entidad financiera.

TIER 1: Son los recursos propios originales compuestos por acciones ordinarias y participaciones preferentes.

- Provisión por activos subestándar.* Peculiaridad propia de la regulación española y su objetivo es «*dar cobertura a todos los instrumentos de deuda y riesgos contingentes que, sin cumplir los criterios para clasificarlos individualmente como dudosos o fallidos, presentan debilidades que pueden suponer asumir pérdidas por la entidad superiores a las coberturas por deterioro de los riesgos en seguimiento especial*» (Circular 4/2004 BE).
- Deducciones por determinadas inversiones:* La normativa de solvencia obliga a deducir del cómputo de los recursos propios de la entidad el importe de capital que se posea en entidades aseguradoras, siempre que la participación sea superior al 20%.
- Plusvalías latentes.* Hacen referencia a las diferencias existentes entre el valor reconocido en libros y el valor de mercado de los activos. Pues bien, estas plusvalías tienen un límite de computabilidad (como máximo, se pueden reconocer el 35% de las plusvalías brutas en activos de deuda, y el 45% en activos de capital).
- Desinversiones no estratégicas.* Sería el caso de la venta de oficinas / inmuebles de las que podría extraerse plusvalías relevantes. Asimismo, la baja del balance podría permitir reducir el consumo de capital.
- La conjunción de estos elementos podría suponer aproximadamente un incremento promedio de la solvencia del sector de un 1,5%.

5. CONCLUSIONES

La crisis hipotecaria estadounidense, una crisis absolutamente «sobrevvenida», está provocando que gran parte de los cimientos del modelo de negocio de las entidades financieras se esté tambaleando. Los desequilibrios generados por una orientación del negocio fuertemente sesgada a la inversión crediticia, sobre todo la vinculada al sector de la construcción, constituyen sin duda la principal fuente de incertidumbre sobre la sostenibilidad del modelo en el entorno actual. La crisis *subprime* no ha hecho sino acelerar y magnificar los efectos de una ya esperada desaceleración del sector inmobiliario.

El principal reto de las entidades financieras es afrontar 2008 en un contexto donde identificar vectores de crecimiento alternativos, que ayuden a compensar, aunque sea parcialmente, la pérdida de peso que registrará el crédito vinculado a actividades inmobiliarias, resulta cuanto menos complicado. El principal impedimento para ello es, simplemente, unas fuentes de financiación escasas y caras.

En este contexto, los proyectos de apertura de oficinas y de expansión serán en muchos casos sometidos a revisión.

En cualquier caso, el elevado valor de franquicia de las entidades financieras españolas, la elevada eficiencia, la reducida tasa de mora y elevada cobertura, son garantía de éxito para afrontar un escenario, con un componente de incertidumbre muy elevado y con un perfil muy negativo, en el corto plazo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AFI (2008): «La Solvencia del sector financiero español: diferencias con EE.UU.», Análisis Bancario, Nota Técnica nº 88, Analistas Financieros Internacionales.
- BERGES, A., HERVÁS, G. y ROMERO, M. (2008): «La crisis financiera desde la perspectiva del sistema financiero», en «El sector inmobiliario español: claves para un nuevo equilibrio», Estudio Planner-Asprima 2008.
- BERGES, A. y GARCÍA MORA, A. (2006): «El sesgo inmobiliario del sistema financiero». Análisis Financiero Internacional, 2006.
- EUROPEAN COMMISSION (2006): «Interim Report II: Current Accounts and Related Services», DG Competition, 17 July.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2007): «EU Banking Sector Stability», November.
- (2007): «EU Banking Structures», October.

Las transformaciones recientes del sistema financiero estadounidense y la crisis de las hipotecas de alto riesgo «subprime»

Los mercados financieros de Estados Unidos han sido recientemente sacudidos por una crisis de préstamos inmobiliarios que ha amenazado la solvencia de algunas de sus mayores instituciones financieras globales. Las pérdidas del capital de la banca son enormes y un gran número de instituciones bancarias especializadas en hipotecas se han declarado en bancarrota o han sido vendidas. Cada vez hay más familias que son incapaces de hacer frente a sus contratos hipotecarios y las ejecuciones hipotecarias han aumentado en unos índices alarmantes. ¿Cómo es posible que tras unos 25 años de experiencia y estabilidad en la financiación de la vivienda mediante hipotecas titulizadas, este mercado haya llevado al sistema financiero mundial al borde del colapso? Parte de la respuesta se encuentra en la creación de activos hipotecarios titulizados y en el Financial Modernization Act de 1999, que eliminó la segmentación del sistema financiero estadounidense de los bancos comerciales y de inversión y permitió la creación de holdings financieros y de banca que podían operar en prácticamente cualquier línea de negocio.

Berriki, Estatu Batuetako finantza-merkatuak herrialde horretako finantza-erakunde nagusienetako en kaudimena mehatxatu dituen higiezin-maileguen krisi batez astinduak izan dira, Bankuen kapitalaren galerak ikaragarritzkoak izan dira eta hipoteketetan espezializatutako banku-erakunde kopuru handi batek porrot egin du edo horietako asko saldu da. Gero eta familia gehiago dago beraien hipoteka-kontratuei aurre egiteko gauza ez dena eta hipoteka-betearazpenak izugarri gehitu dira. Nola liteke hipoteka titulizatutakoen bitartez etxebizitzak finantzatzeko eskarmentu eta egonkortasuneko 25 urte eman ondoren, merkatu honek munduko finantza sistema gelditzeko zorira ekarri izana? Erantzunaren zati bat hipoteka-aktiboak baloreetan bihurtzean (titulizazioa) eta merkata desarautu zuen 1999ko Financial Modernization Actean datza, merkatal eta inbertisio bankuen finantza-sistema estatubatuarren segmentazioa deuseztatuz eta ia-ia edozein negozio-lineatan jardun zezaketen banku eta finantza holding-en sortzeko bidea emanez.

Financial markets in United States have recently suffered from a housing loan crisis that has threatened the solvency of some of the major financial entities in the world. Banking capital losses are huge and a lot of banking institutions specialized in mortgages have become bankrupt or have been sold. More and more families are unable to face up to their mortgage repayments and, as a consequence, mortgagee sales have increased notably. How is it possible that this market, after 25 years of experience and stability in housing financing by secured mortgages, has brought the world financial system to the edge of collapse? A part of the answer can be found in the creation of mortgage securities and in the Financial Modernization Act in 1999, which deregulated the market, removed the segmentation of the U.S. financial system of commercial and investing banks, and enabled the creation of financial and banking holdings to work in nearly any business.

ÍNDICE

1. Introducción. El cataclismo del mercado inmobiliario amenaza el sistema financiero estadounidense
 2. Cómo puso la crisis inmobiliaria fin a la expansión tras el 11 de septiembre
 3. El final del mundo «3-6-3»
 4. La titulación: construir un mercado para las hipotecas residenciales garantizadas
 5. El derrumbe del mercado de hipotecas titulizadas tras 25 años de estabilidad
 6. Las hipotecas de alto riesgo y el arbitraje regulatorio
 7. Las agencias de calificación crediticia y la supuesta mejora crediticia. ¿Ingeniería financiera o alquimia financiera?
 8. Asegurar mercados para una oferta en expansión de hipotecas de alto riesgo garantizadas
 9. Un mercado basado en una demanda en expansión continua termina por desplomarse
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: titulación, participaciones prorrateadas de hipotecas, hipotecas de alto riesgo, vehículo de inversión estructurado, obligaciones hipotecarias garantizadas, holding financiero

Keywords: Securitization, pass-through, subprime loan, Structured Investment Vehicle, Collateralized Mortgages Obligation, financial holding.

N.º de clasificación JEL: G14, G15, G21, G33

1. INTRODUCCIÓN. EL CATACLISMO DEL MERCADO INMOBILIARIO AMENAZA EL SISTEMA FINANCIERO ESTADOUNIDENSE

Los mercados financieros de Estados Unidos han sido recientemente sacudidos por una crisis de préstamos inmobiliarios que ha amenazado la solvencia de algunas de sus mayores instituciones financieras globales. Las pérdidas del capital de la banca ya se encuentran en torno a los 150.000 millones de dólares y un gran

número de instituciones de banca especializadas en hipotecas se han declarado en bancarota o han sido vendidas. Cada vez hay más familias incapaces de hacer frente a sus créditos hipotecarios y las ejecuciones hipotecarias han aumentado en unos índices alarmantes (el 75% en el año 2007). La consiguiente caída de la concesión de los préstamos hipotecarios, acompañada de las ventas de las propiedades embargadas y ejecutadas, ha causado la caída del precio de la vivienda media unifamiliar en un 6,5% desde diciembre de 2007; la primera

vez en los últimos 40 años que los precios de la vivienda en el país caen en términos anuales. En muchas de las principales áreas metropolitanas, el descenso de los precios ha sido de entre el 10 y el 15%.

Este exceso de oferta ha situado las ventas de las viviendas nuevas en su nivel más bajo en 27 años y producido una caída de las ventas de la vivienda nueva construida de un 26% en 2007. Las previsiones hablan de un descenso en el precio de la vivienda del 15% en 2008 y de un 10% adicional en 2009. Esto significa que es poco probable que las condiciones del mercado vayan a volver a sus niveles normales antes de 2010.

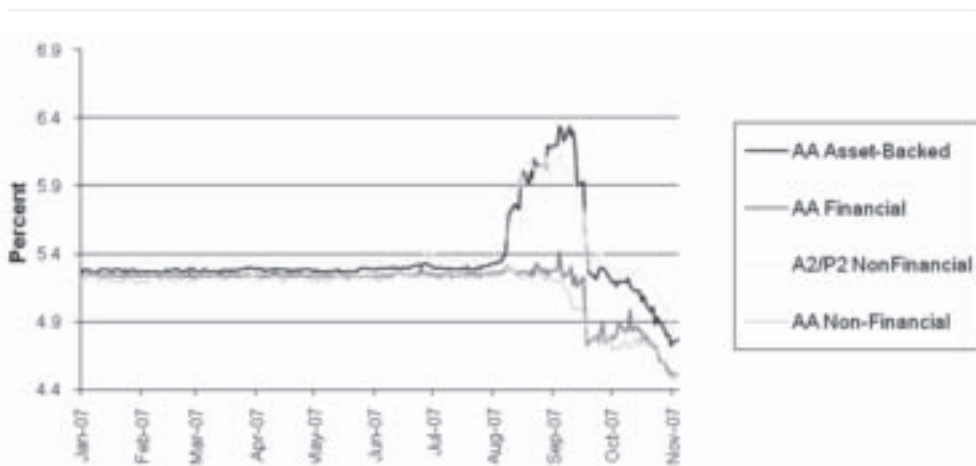
Además, existen indicadores de que la debilidad del mercado se está extendiendo al mercado inmobiliario de locales comerciales. Dado el impacto en sectores impor-

tantes como la construcción y en servicios como agencias inmobiliarias, gestoras, seguros de títulos de la propiedad, empresas de mudanza y de bricolaje, es previsible que la debilidad en el sector inmobiliario tenga un efecto negativo sobre el crecimiento y el empleo durante unos cuantos años. Además, las pérdidas sufridas por los principales bancos han producido un fuerte endurecimiento en las condiciones de acceso al crédito, lo que significa que la financiación para la vivienda y el consumo va a dificultar enormemente la recuperación.

Pero, Estados Unidos no ha sido el único país afectado. En el Reino Unido, uno de los principales prestamistas inmobiliarios, Northern Rock, ha sufrido un pánico bancario por parte de los depositantes y tras una búsqueda fallida por encontrar a un comprador, ha terminado por cerrar. En Alemania, una serie de bancos están incu-

Gráfico n.º 1

Tipos de interés de letras y pagarés de empresa (a 30 días)



Fuente: Federal Reserve Board Statistical Releases

riendo en fuertes pérdidas de sus inversiones en activos hipotecarios estadounidenses. El banco IKB tras recibir una inyección de capital, incluso ha registrado y reconocido sus pérdidas, que pueden llevarle a la bancarrota si no se acuerda otra ayuda por parte del Gobierno alemán. En febrero, WestLB, un banco de propiedad estatal recibió una inyección de capital de 5.000 millones de euros de sus propietarios, el estado de North Rhine-Westphalia, para recuperar las pérdidas de valores de alto riesgo.

Tanto en Estados Unidos como en Europa, el aumento de la incertidumbre respecto de la solvencia de las contrapartes crediticias ha conducido a una crisis de liquidez en los mercados monetarios a corto plazo, ya que los bancos quieren conservar su liquidez y están cada vez menos dispuestos a prestar dinero. Como resultado, el diferencial crediticio a corto plazo ha alcanzado niveles históricos. Las condiciones crediticias más duras se han extendido a los mercados crediticios de mayor plazo y, a principios de año, muchos bancos que ofrecen servicios de creación de mercado¹ en el mercado de bonos cubierto, que trabaja con valores respaldados por el banco emisor (incluyendo el de mayor calidad alemana Pfandbriefen), han amenazado con cerrar el mercado secundario debido a las dudas sobre la calidad de los créditos de las contrapartes. Es más, muchos otros países que han experimentado un rápido aumento en los precios de la vivienda ahora corren el riesgo de seguir al mercado estadounidense en su declive y su crisis.

¹ Un creador de mercado es un miembro del mercado que ha acordado mediante un contrato con la autoridad rectora del mercado que cotizará precios de compra y de venta en forma continuada y que en el cumplimiento de esta función únicamente actuará por cuenta propia (N. del E.)

2. CÓMO PUSO LA CRISIS INMOBILIARIA FIN A LA EXPANSIÓN TRAS EL 11 DE SEPTIEMBRE

Siempre se ha considerado al sector inmobiliario como una de las inversiones menos arriesgadas y a la financiación de préstamos de viviendas como una de las ocupaciones financieras menos exigentes. Es más, los expertos solían describir la vida de un banquero de cualquier institución de préstamos o ahorros que financiaba hipotecas de viviendas con el código 3-6-3: «emite depósitos de ahorros al 3%, préstamos al 6% en hipotecas a 30 años y asiste al curso de golf a las 3 en punto». Con la ventaja de un interés garantizado por parte del gobierno, comparado con otras instituciones financieras, y el beneficio adicional del respaldo gubernamental al mercado secundario, todo lo que un banquero tenía que hacer era aprender a jugar al golf para obtener un margen de interés fijo del 3%.

El Gobierno jugó un papel importante de apoyo en este proceso al ofrecer un mercado hipotecario secundario a través de la Federal National Mortgage Association (conocida como Fannie Mae), creada por la Administración Roosevelt en 1938. Fannie Mae es una corporación perteneciente al gobierno que compra hipotecas directamente de los bancos que las concede. Las condiciones de las hipotecas aptas para la compra por parte de Fannie Mae definen lo que en Estados Unidos se denomina hipotecas «conforme» o *prime*. El apoyo del gobierno al mercado inmobiliario se reestructuró en 1968 a través de la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), una agencia oficial del Gobierno que garantiza el pago puntual de las hipotecas originadas bajo programas especiales del gobierno de apoyo a las hipotecas, como por ejemplo los préstamos a veteranos militares. Fannie Mae se transformó en una corporación federal de estatuto privado para apoyar a la vivienda

de renta baja y media, con las mismas ventajas (exención de impuestos y una línea especial de crédito del gobierno) que Ginnie Mae, pero sin una garantía formal por parte del gobierno de sus pasivos. Estos cambios fueron introducidos para reducir el efecto del apoyo del gobierno a la vivienda sobre el déficit presupuestario. La Corporación Federal Nacional de Hipotecas (Freddie Mac) se unió a Fannie Mae en 1970, ofreciendo servicios similares. Estas instituciones son conocidas como GSE (*Government Sponsored Enterprises*), «empresas patrocinadas por el Gobierno» (en traducción literal).

Las GSE pueden tomar prestado dinero de los mercados para financiar sus operaciones, y, si bien tras la reforma dejaron de contar con la garantía explícita del gobierno sobre sus pasivos, se mantuvo una garantía implícita. El alejamiento de los préstamos directos del gobierno requería una fuente alternativa de financiación mediante la venta a inversores privados de sus activos crediticios. Por lo que se crearon bonos referenciados a hipotecas concretas (créditos reforzados mediante unas garantías adicionales). Estos bonos, en caso de insolvencia, no implicaban la venta o desposesión de la propiedad de la hipoteca que actuaba como garantía del bono, se mantenía la obligación general del emisor. Debido a que las garantías adicionales eran relativamente altas, no ofrecieron una respuesta definitiva a las necesidades de financiación de las entidades de ahorros o las GSE. Para afrontar estas dificultades, se creó un título hipotecario que vendía (traspasaba) el flujo de ingresos de un fondo común o grupo (pool) de hipotecas a los inversores del mercado, tales como inversores institucionales y empresas de seguros y bancos de inversión. Estas entidades proporcionaron la base para el desarrollo de los nuevos instrumentos financieros que han jugado un papel importante en las últimas crisis del mercado.

3. EL FINAL DEL MUNDO «3-6-3»

El mundo seguro del «3-6-3» de la financiación del mercado inmobiliario cambió drásticamente en la década de 1970, cuando el Congreso estadounidense comenzó a desregular el sistema financiero, flexibilizando la Regulación Q de la Reserva Federal que establecía que el tipo de interés máximo que los bancos comerciales podían pagar en los depósitos era cero, lo que permitió a los bancos comerciales competir por los depósitos de las cajas de ahorro. Con los tipos de interés de los depósitos bancarios al alza debido a la competencia ejercida por los bancos comerciales, pero con sus carteras de activo llenas de hipotecas a 30 años concedidos a bajos tipos de interés fijo, los seguros márgenes de interés neto del mundo «3-6-3» rápidamente desaparecieron. A medida que los tipos de remuneración de los depósitos se elevaron por encima los tipos de las hipotecas vivas, muchas entidades de ahorros se volvieron técnicamente insolventes. La solución propuesta fue permitir a estas entidades invertir en otros activos financieros, de mayor rentabilidad, como los bonos corporativos. Muchas instituciones de ahorros que quebraron elevaron los tipos de interés de los depósitos (animados por banqueros inversionistas que trabajaban en los depósitos asegurados de la Corporación Federal de Seguros de Depósito) para atraer más fondos que fuesen invertidos en estos bonos corporativos de alto riesgo, o en préstamos a especuladores inmobiliarios que incluían el pago de intereses durante los primeros años del préstamo lo que garantizaba los beneficios. Cuando el mercado de bonos de alto rendimiento reveló su verdadera naturaleza de «bonos basura» y se hubo acumulado un excedente masivo de oferta de viviendas para el que no se encontraban compradores, los beneficios garantizados se agotaron, los bonos corporativos dejaron de pagarse, y las entidades de ahorros tuvieron que hacer frente a lo inevitable y cerrar sus puertas. El banquero 3-6-3 de la

película Jimmy Stewart «It's a Wonderful Life», dejó de existir, y el gobierno federal estableció la Resolution Trust Corporation para hacerse cargo de los activos inmobiliarios de los bancos hipotecarios que quebraron.

Pero antes incluso del desplome de las entidades de préstamo y ahorros, las instituciones financieras privadas fueron conducidas a una financiación hipotecaria, dejándose llevar por la creencia de que la industria de ahorros no sería capaz de responder a la rápida y creciente demanda de financiación para la vivienda. Desde mediados de la década de 1970 los bancos privados de inversión buscaban los medios para complementar los servicios financieros inmobiliarios que ya ofrecían las entidades de ahorros y las GSE. Como se ha mencionado anteriormente, los bonos hipotecarios contaron con un número de inconvenientes que redujeron su atractivo como fuente alternativa de financiación y los bancos de inversión buscaron remediar estas dificultades. Sin embargo, a diferencia de los bancos tradicionales de préstamo y cajas de ahorros que financiaban y mantenían hipotecas en sus balances o las vendían a las GSE, los bancos de inversión y sus oficinas de corredurías de bolsa estaban interesados en la creación de activos hipotecarios que pudieran comercializarse. Pero, al contrario que un bono emitido por IBM o General Motors, las hipotecas no son uniformes: cada acreedor tiene un historial crediticio distinto; el aval o garantía que se encuentra tras cada hipoteca, es decir, la casa, es diferente en cada caso; cada banco emisor tiene sus propios criterios de financiación, evaluación del riesgo y garantía; así que el problema era cómo crear un grupo o fondo común de hipotecas diferenciadas para crear un título que pudiera comercializarse como un bono.

Según Lewis Ranieri, pionero en la entrada de la banca de inversión en la industria hipotecaria «el objetivo era crear e invertir en

un vehículo de financiación de la vivienda, con el que no hiciera falta que el inversor entendiese de hipotecas de viviendas. Él o ella no tenía que saber mucho, o nada, de las hipotecas subyacentes. El acuerdo estaba estructurado de tal manera que, teóricamente, las únicas decisiones que el inversor debía tomar eran decisiones de inversión, no de préstamo. Se diseñaron los mecanismos del crédito para que fueran a prueba de balas, sin correr a penas riesgo alguno. Las únicas dudas que los inversores podían tener estaban relacionadas con las perspectivas de los tipos de interés y sus preferencias en cuanto al vencimiento».

4. LA TITULACIÓN: CONSTRUIR UN MERCADO PARA LAS HIPOTECAS RESIDENCIALES GARANTIZADAS

La solución fue la titulación de los créditos hipotecarios. La titulación puede definirse como el proceso mediante el cual derechos de crédito (actuales o futuros) y en general activos de una entidad pueden ser, generalmente previa su agregación y la modificación de algunas de sus características, transformados en todo o en parte en títulos o valores que se pueden transmitir a terceros o negociar en un mercado organizado. Se trata de transformar derechos de crédito que, por su propia naturaleza, no son negociables en títulos que sí lo son².

El primer paso en este proceso construirlo sobre títulos hipotecarios negociables,

² Los principales generadores de derechos susceptibles de ser titulizados son las entidades de crédito, por la elevada cuantía de los préstamos de distinta clase que conceden. Pensemos en los préstamos, y concretamente en los de garantía hipotecaria, cuya formalización se hace normalmente a medio o largo plazo, pero que, en una entidad bancaria tradicional, se financian con depósitos que tienen un vencimiento generalmente a corto plazo. La entidad bancaria asume un riesgo que por sí mismo dificulta la concesión de dichos préstamos en las mejores condiciones para quienes los necesitan. En la normativa internacional se prevé la titulación de otros derechos de crédito, de forma expresa el derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas, así como los vinculados a la explotación de una concesión de obra pública. (N. del E.).

fueron los títulos *pass-through*, que transferían la propiedad de una participación prorrateada en las hipotecas subyacentes al comprador. Los inversores recibían los certificados de propiedad a través de un vehículo o fondo de confianza que mantenían las hipotecas. Los emisores de instrumentos de traspaso actuaban como un conducto para los inversores, recaudando y distribuyendo proporcionalmente cada mes los flujos de caja generados por los pagos de los propietarios de sus respectivas hipotecas. A diferencia del bono hipotecario, el certificado *pass-through* representaba una venta de activos al inversor, quien adquiría el riesgo de pago anticipado o de impago.

En 1977 Ranieri produjo los primeros bonos de titulización hipotecaria en Salomon Brothers financiados por el Bank of America. Aunque el expediente fue un fracaso estrepitoso (sólo 15 estados reconocieron los valores como inversiones legales), puso de relieve las cuestiones legales, fiscales y regulatorias que debían resolverse para permitir la plena titulización de las hipotecas. A corto plazo, se encontró una solución mediante el uso de Freddie Mac ya que, como agente gubernamental autorizado, quedaba exento de estas cuestiones. La primera titulización privada de traspaso de Freddie Mac y Solomon Brothers fue para la entidad de ahorros de Washington DC, Perpetual Savings. Ya que la estructura estándar de traspaso utilizó las hipotecas estándar a 30 años de las GSE, el vencimiento de los valores también fue a 30 años. Pero, la prohibición de las penalizaciones de pago anticipado para las hipotecas conformes de las GSE significaba que el vencimiento de los valores normalmente sería menor a los 30 años y variable, dependiendo del número de hipotecas que fueran pagadas anticipadamente o refinanciadas como resultado de un descenso de los tipos de interés del mercado. Para solucionar este problema era necesario que el título estuviera garantizado por más hipotecas

que el valor de los títulos hipotecarios, es decir, lo que se denomina, como se ha explicado, garantías adicionales o exceso de cobertura («sobrecolateralización»). La cantidad de esta garantía adicional sólo podría determinarse si fuésemos capaces de predecir el índice de pagos anticipados de las hipotecas. Esto limitó las potenciales ventas de estos títulos a inversores a largo plazo. Así, para titularizar satisfactoriamente una hipoteca es necesario predecir la experiencia actuarial de los impagos. Las viviendas unifamiliares cuentan con varios elementos que crean una base actuarial para evaluar los activos de las hipotecas y aumentar la calidad del crédito. Primero, al contrario que los bonos corporativos, la calidad crediticia de los títulos hipotecarios de traspaso mejora con el tiempo. A medida que se amortiza cada mes el capital pendiente del préstamo, el ratio préstamo/valor de mercado desciende, incluso si los precios de la vivienda se mantienen estables. Si existe inflación, los precios de la vivienda deberían subir, lo que mejora aún más el ratio de préstamo/valor de mercado. Además, la calidad crediticia de las hipotecas concedidas a acreedores jóvenes tiende a mejorar con el tiempo, ya que sus ingresos aumentan y aumenta su capacidad de responder a sus hipotecas. Por otro lado, los cambios en los tipos de interés tendrán un impacto directo sobre el pago anticipado para refinanciar una hipoteca. A medida que los tipos de interés caen, el incentivo para amortizar la hipoteca y refinanciar a un interés más bajo aumenta, mientras que un aumento en los tipos de interés reduciría el incentivo de pago anticipado y refinanciación.

Estos problemas se solventaron separando los flujos de caja traspasados de las hipotecas subyacentes en flujos de ingresos específicos de distintos vencimientos denominados «tramos». A diferencia de los títulos simples de traspaso, en los que todos los inversores comparten el riesgo de pago

anticipado de forma prorrateada, estas obligaciones hipotecarias garantizadas *Collateralized Mortgages Obligations* (CMO³) redistribuyeron el riesgo de pago anticipado entre las distintas clases o tramos con perfiles de riesgo que oscilaban desde un riesgo extremadamente bajo hasta uno considerablemente alto. Se diseñó un tramo superior que fuera relativamente inmune al riesgo del pago anticipado, mientras que el resto de tramos soportarían la mayor parte del riesgo. Así, se diseñó la estructura inicial CMO para ofrecer vencimientos más precisos que los que permitían los títulos hipotecarios de traspaso estándar. Esto se logró con una estructura de pago secuencial en la que los flujos de caja hipotecarios del tramo superior recibían digamos un cuarto de los flujos de caja periódicos de las hipotecas, y tenían un vencimiento medio de entre uno y tres años. El segundo tramo recibiría la misma proporción, pero los flujos de caja serían distribuidos durante un periodo intermedio de entre tres y siete años. Un tercer tramo recibiría un cuarto de los pagos, distribuidos entre 5 y 10 años, y, por último, un tramo final denominado Z, recibiría los pagos restantes (cumpliendo la función de un bono «devengo» con una vida media de 15 a 20 años).

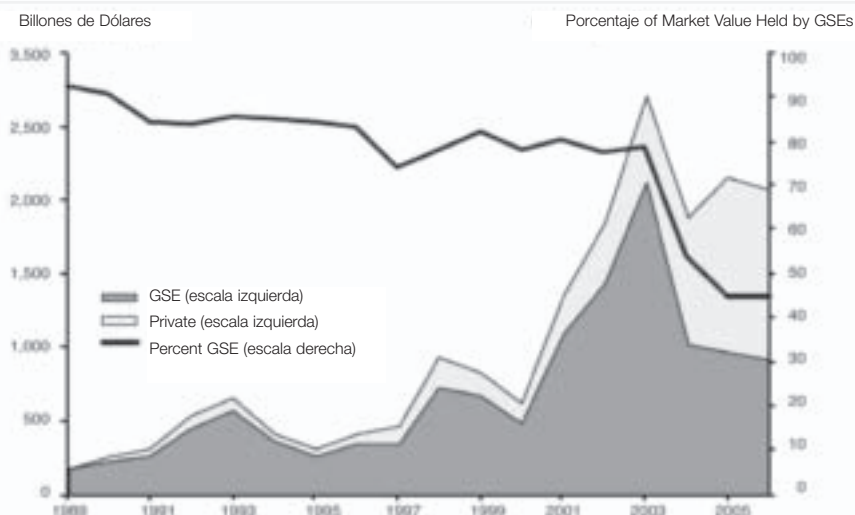
³ Los inversores son aversos al riesgo y las titulizaciones *subprime* no resultaban lo suficientemente atractivas, a pesar de ofrecer una mayor rentabilidad, por lo tanto la innovación financiera se encargó de incluirlas en productos financieros sofisticados, mezcladas con otros títulos de mayor calidad para evitar los recelos de los inversores. *Collateralized Debt Obligation* (CDO): bono emitido por una entidad que tiene el respaldo de otros bonos. El CDO suele estar compuesto por una cesta de bonos de máxima calidad crediticia AAA; otra, denominada *mezzanine*, de bonos entre AA y BB; y otra denominada *equity*, con bonos sin calificación crediticia. Los CDO permitían adecuar el riesgo de la emisión al perfil de cada inversor, pero el problema es que la subida de morosidad de las hipotecas *subprime* afectó a buena parte de las emisiones que habían incluido titulizaciones *subprime* o bien en el tramo *equity* o en el *mezzanine*, provocando un desplome del precio del bono y pérdidas no esperadas a los tenedores del mismo.

Sin embargo, en esta estructura de pagos secuenciales, los vencimientos todavía permanecían sensibles a las salidas de pagos anticipados del índice previsto de dichos riesgos. Se encontró una solución a este problema gracias a la creación de clases de amortización planificada, protegiendo hasta cierto punto los flujos de caja de cada tramo de los riesgos de pago anticipado. Sin embargo, la creación de este conjunto de tramos «más seguros» necesariamente implicaba que otros tramos, denominados bonos «de apoyo», fuesen más volátiles que la media de los *passthrough* subyacentes. Mientras los tramos de vencimiento planificado eran relativamente fáciles de vender, encontrar compradores para los bonos de apoyo menos previsibles (más volátiles y con mayor riesgo) y con mayor rendimiento seguía siendo crucial para el éxito del mercado de la CMO.

Esta redistribución de los flujos de caja en tramos concretos creó una dificultad que requería una reforma del código fiscal para asegurar una estructura de exención de impuestos para la titulización. Esta estructura se denomina «conducto de inversión hipotecaria inmobiliaria» (REMIC) y hoy en día es la forma predominante en los títulos hipotecarios de clase múltiple. Los REMIC implicaban la creación, por parte del emisor, de una entidad con un fin especial diseñada para mantener las hipotecas como garantía de pago del capital principal y canalizar el pago del principal y los intereses de los deudores a los inversores. Al contrario que los títulos *pass-through*, que suponen una parte prorrateada de la propiedad de todos los flujos de caja de hipotecas subyacentes, las CMO y los REMIC transfieren la propiedad sólo de los flujos de caja asignados a unas clases concretas basadas en las reglas de distribución del capital principal establecidas.

Justo cuando los títulos hipotecarios estructurados resolvieron sus dificultades, es-

Gráfico n.º 2

Actividad del mercado secundario en el total de préstamos hipotecarios

Fuente: McDonald Daniel J. and Daniel L. Thornton 2008.

talló la crisis de las entidades de ahorro y el mercado de las CMO estructuradas como REMIC dominó rápidamente el mercado. Así, las finanzas de la vivienda pasaron de las entidades de ahorro y las GSE a la banca privada de inversión. Las cifras muestran el papel cada vez más importante de la financiación hipotecaria privada a través de las instituciones financieras privadas relacionadas con las GSE.

5. EL DERRUMBE DEL MERCADO DE HIPOTECAS TITULIZADAS TRAS 25 AÑOS DE ESTABILIDAD

Como ya hemos mencionado, se experimentó por primera vez con títulos hipotecarios en la década de 1970, por parte de las GSE, y al final de los 80 y 1990 la banca privada actuaba activamente en la titulación de hipotecas y eventualmente se convertía en una fuerza predominante del mercado, sin ninguna clase de dificultad sig-

nificativa. ¿Cómo es posible que tras unos 25 años de experiencia y estabilidad en la financiación de la vivienda mediante hipotecas titulizadas, este mercado haya llevado al sistema financiero mundial al borde del colapso? Parte de la respuesta se encuentra en la motivación que se esconde tras la creación de estos activos hipotecarios titulizados. Tal y como hemos señalado, el cambio en el predominio del mercado de las instituciones de ahorro a las instituciones financieras privadas (bancos de inversión) cambió el mercado de uno del tipo «compra y mantén tu hipoteca» por el ingreso generado por la diferencia entre los tipos de depósito y los de préstamo, a uno del tipo «vende» tus activos hipotecarios titulizados para obtener un ingreso por la diferencia entre el precio de compra y de venta. Mientras el banquero de la entidad de ahorros y préstamos estaba en el curso de golf, obtenía información acerca de sus potenciales acreedores y clientes. Su principal función era evaluar la capacidad crediticia

de sus clientes para reducir el índice de morosidad de sus préstamos. Por otro lado, el corredor de bolsa o fondo de titulización sólo estaba interesado en la facturación, en el volumen de operaciones, ya que el ingreso se obtiene de la diferencia entre el precio de compra y venta, por lo que una rápida evaluación del crédito y facturación no supone una preocupación. Es más, como indica Ranieri, el objetivo de la titulización era crear un activo que pudiese canjearse sin necesidad de una evaluación crediticia. En lugar de la calidad, es el potencial de comercialización del activo lo que resulta vital. Esto es por lo que era tan importante crear un bono con un cupón y vencimiento fijo a partir de la multitud de hipotecas diferenciadas que podían venderse como sustituto de los bonos corporativos.

El segundo factor es que en las décadas de 1980 y 1990 sólo los bancos de inversión y los agentes de bolsa, quienes tenían prohibido mediante la Ley Glass-Steagall⁴ participar en el sistema de transacción ofreciendo cuentas de depósitos, estaban implicados en la creación de estos activos. En cambio, la Financial Modernization Act de 1999⁵, que eliminó la segmentación del sistema financiero estadounidense entre bancos comerciales y de inversión y permitió la creación de holdings financieros y de banca que podían operar en prácticamente cualquier línea de negocio, hizo posible que

los bancos comerciales operasen directamente en la emisión y titulización de hipotecas. Estos «holding bancarios» generalmente están limitados al negocio de la banca, dirección o control de bancos, y otras actividades similares. Cuando las filiales de un holding bancario están «bien capitalizadas» y «bien dirigidas», como define la regulación bancaria estadounidense, y tiene unos índices satisfactorios bajo la US Community Reinvestment Act, el holding bancario puede ser recalificado como un «holding financiero», y autorizado, por tanto, para actuar en un ámbito más amplio de las actividades financieras tanto en los Estados Unidos como en el extranjero, incluyendo la financiación y transacción de valores, financiación y distribución de seguros, correduría de bolsa y banca de inversión, y realizar inversiones en empresas no financieras durante un periodo de tiempo limitado, siempre y cuando el holding bancario-financiero no dirija las actividades cotidianas de la empresa que no guarden relación con las finanzas, y las filiales bancarias de la empresa actúen sólo en el co-marketing permitido con la empresa no financiera⁶.

⁴ La Glass Steagall Act de 1933 imponía la separación entre las actividades de banca comercial y las de banca de inversión. Además, la reglamentación y la supervisión del sector de los seguros en EE.UU. ha sido siempre competencia exclusiva de los estados. Como no existe ninguna agencia federal con la misión de regular y supervisar los seguros, los bancos se veían privados de ofrecer una amplia gama de productos.

⁵ La Ley Gramm-Leach Bliley de Modernización de los servicios financieros de 1999, establece la posibilidad de que las compañías tenedoras de acciones bancarias puedan dedicar si quieren convertirse en sociedades de holding financiero autorizadas a emprender cualquier tipo de actividad de naturaleza financiera y de ofrecer cualquier tipo de combinación de servicios financieros a sus clientes (N. del E.).

⁶ Los holding bancarios y financieros están regulados y supervisados por el Comité de la Reserva Federal. Sus filiales bancarias nacionales están supervisadas y reguladas por la Oficina del Controlador de la Moneda (Office of the Comptroller of the Currency OCC); las sociedades federales de ahorro están reguladas por la Oficina de Supervisión de Cajas de Ahorro (Office of Thrift Supervision) y las entidades de depósito estatales están regulados por departamentos bancarios estatales y por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation FDIC). La FDIC tiene el respaldo de la autoridad para obligar a aquellas filiales bancarias cuyos depósitos asegura. Las filiales de un holding financiero están además sujetas a diversas regulaciones de títulos y productos y a requisitos de adecuación del capital de la Comisión de los Mercados Bursátiles y de Valores (Securities and Exchange Comisión SEC) y de otras instituciones como la Bolsa de Nueva York en aquellas jurisdicciones en las que operan. Las filiales están obligadas a registrarse como corredores-mediadores y como asesores de inversión en la SEC y como mediadores y operadores de futuros en la Comisión del Mercado de Futuros (Commodity Futures Trading Commission CFTC).

En tercer lugar, los bancos habían obtenido importantes beneficios durante la década de 1990 con la financiación y comercio de empresas «com» y su correspondiente boom en la Bolsa de Valores. El desplome de la burbuja «.com» y el mercado de valores produjo una brusca reducción de los ingresos. Además, los escándalos financieros y contables que rodearon a Enron, World Com, Parmalat y otros, sugerían a los pequeños inversores alejar sus activos de los mercados de valores altamente volátiles hacia lo que se consideraba la inversión más segura sobre la faz de la tierra: suelo, ladrillo y mortero. Tras la Act Modernization de 1999, los holding financieros, intentando recolocar sus ingresos de ofertas públicas iniciales y de corretaje en la burbuja «com», respondían gustosamente a la demanda de inversores de activos inmobiliarios.

Finalmente, las hipotecas financiadas por titulización trasladaron la propiedad efectiva, y con ella los riesgos, de las hipotecas del originador de la CMO a los compradores de los títulos garantizados, dejando al banco originario sin exposición alguna al riesgo⁷. Esto era importante ya que los requisitos del Basel Capital Adequacy hacían más costoso a los bancos el mantener sus activos en sus balances. En un periodo en el que los ingresos caían tras el desplome del mercado de valores en 2000, los bancos buscaban ingresos que no requiriesen un capital adicional. Y el mercado hipo-

otecario era ideal para este propósito, dado el potencial para aumentar los ingresos desde el origen de la cadena: concesión de la hipoteca, su titulización, revisión de la estructura titulizada, aportación de seguros, etc. Así un holding financiero podía tener una unidad especial (jurídicamente autónoma) para la concesión de hipotecas, otra para la recaudación y transferencia de los intereses y el principal, otra para ofrecer la creación de títulos hipotecarios, otra para establecer y revisar la entidad con fines especiales para tal titulización de hipotecas, otra destinada a la financiación y venta de los títulos hipotecarios a los compradores finales; cada una cobrando y recaudando comisiones, y aportando al banco ingresos que no requerían un capital propio regulatorio.

Las hipotecas originadas por los holdings financieros fueron reagrupadas para crear títulos hipotecarios comerciales o residenciales. Las entidades financieras independientes y los bancos hipotecarios especializados también originaban hipotecas. Las primeras vendían al por mayor sus concesiones de créditos en el mercado a holdings financieros o a bancos hipotecarios especializados para su inclusión en sus programas de titulización. Los títulos concedidos por el banco u obtenidos de otros originadores fueron más tarde utilizados como garantía por entidades con fines especiales que emitían obligaciones de deuda garantizadas del mercado de capitales. Como se ha dicho anteriormente, los pasivos que se vendieron a inversores fueron divididos en distintas clases y tramos, cada uno recibía un derecho especial (en orden de calidad diferente) a una parte del principal y de los intereses generados por las hipotecas subyacentes.

6. LAS HIPOTECAS DE ALTO RIESGO Y EL ARBITRAJE REGULATORIO

Así, como los holdings financieros y los bancos hipotecarios especializados aumen-

⁷ El encargado de titular los préstamos era un banco de inversión que supuestamente no asumía riesgo en la operación, ya que se lo vendía a un inversor final. Luego se ha sabido que los bancos de inversión también eran inversores finales que aparcaban los títulos en vehículos de inversión (SIV, Conduit, etcétera) fuera del balance, para eludir la regulación. *Structured Investment Vehicle*: sociedad con personalidad jurídica propia, habitualmente domiciliada en un paraíso fiscal y especializada en inversiones concretas. Conduit es una SIV con unas limitaciones estrictas, por ejemplo sólo puede comprar deuda con máxima calidad crediticia, AAA.

taron sus actividades, sus beneficios sólo podrían aumentar elevando los índices de concesión de hipotecas. Ya que los acreedores de primera clase, quienes se ajustaban a los requisitos de las GSE, se habían agotado, se buscaron nuevos solicitantes. Como en cualquier mercado regulado, una barrera regulatoria crea una malformación de precios. La burbuja de bonos basura de la década de 1980 se creó gracias al descubrimiento de Michael Milken, quien señaló que, debido a que la mayoría de los inversores de confianza se limitaban a invertir en activos de elevada calidad se producía por tanto un excedente en la demanda de dichos activos en relación a la oferta que también creaba un excedente de oferta en relación a la demanda de bonos financieros de peor calidad. Así los valores de alta calificación crediticia estaban sobrevalorados y los de baja calidad, infravalorados. Debido a la barrera del grado calificación, los mercados no estaban poniendo un precio correcto al riesgo y los activos evaluados como de no-inversión eran en realidad menos arriesgados de lo que su precio indicaba. Comprar tales activos podría incluso producir un rendimiento superior al del mercado.

La necesidad de las hipotecas de ajustarse a las condiciones de las GSE creó una malformación de precios similar entre las hipotecas conformes preferenciales (*prime*) y las hipotecas de alto riesgo (*sub-prime*) y alternativas no-preferenciales (*non-prime*). El atributo básico utilizado para caracterizar los préstamos bien como *prime* o *subprime* es la puntuación crediticia. Los préstamos *prime* o de primer grado (A-grade) y conformes generalmente cuentan con puntuaciones FICO de 660 o superior, ratios de ingresos de entre 28 y 36%, y ratios de préstamo a valor (LTV) inferiores al 95%. Los préstamos Alternativo-A pueden variar en un número importante de formas. Los préstamos catalogados como Alternativo-A cuentan con menos grados de «documentación» (evaluación crediticia), están respaldados por una segunda vivienda o propiedad del

inversor, o poseen una combinación de atributos (como gran tamaño del préstamo y alto LTV) que vuelve a los préstamos más arriesgados. Concretamente, excederán la cuantía máxima de 417.000 dólares para préstamos conformes y en muchos casos no son ocupados por el dueño, es decir, son utilizados para financiar la propiedad en renta o son pura especulación sobre el aumento de los precios de la vivienda. Mientras, los préstamos *subprime* cuentan con puntuaciones FICO por debajo de 660, y sus programas de préstamo y grado son muy específicos, según el prestamista. La clasificación de los prestamistas puede variar y mientras uno considera una puntuación 620 FICO como un préstamo B, otro calificaría el mismo préstamo más alto o más bajo dependiendo de si el resto de atributos del préstamo (como el LTV) se encuentran por encima o por debajo de la media⁸.

El beneficio que por encima del mercado podía obtenerse originando (o comprando)

⁸ Las puntuaciones FICO son calculadas y vendidas por la Fair Isaac Corporation. Inicialmente fueron desarrolladas para los solicitantes de tarjetas de crédito y de préstamos de automóviles, y prácticamente no tiene ninguna historia en lo que se refiere a la evaluación de los deudores *subprime*. Según el Director Financiero de HSBC Douglas Flint (citado en el Wall Street Journal el 8 de febrero de 2007): «lo que ahora está claro es que las puntuaciones FICO son menos efectivas o inefectivas cuando los prestamistas están garantizando préstamos en un entorno de tipos de interés inusualmente bajos». De acuerdo con el New York Times (L. Browning «The subprime loan machine», 23 de marzo de 2007), estas puntuaciones se empleaban en programas automatizados de garantía, tales como los desarrollados por Edward N. Jones, antiguo ingeniero de la NASA en misiones Apolo y Skylab. A través de su empresa de software en Austin (Texas) Jones y su hijo Michael diseñaron un programa que utilizaba Internet para escanear en segundos deudores con débiles historias crediticias. La forma tradicional de procesar las hipotecas consistía en un *broker* o un responsable de créditos que recogía montones de declaraciones de ingresos y ordenaba historias crediticias, lo que normalmente llevaba semanas. Pero, al recuperar en tiempo real informes crediticios online y emplear algoritmos para valorar los riesgos de incumplimiento, el software de los Jones permitía a los prestamistas *subprime* «crecer a una velocidad perversa»

y titulizando tales hipotecas atrajo a las instituciones financieras a este mercado. Sin embargo, el cambio en la demanda de este sector pronto eliminó dicho beneficio. Los prestamistas, en cambio, continuaron buscando nuevos deudores de hipotecas para aumentar sus ingresos de comisiones y honorarios, lo que conduciría a un rápido declive en los estándares de las hipotecas no conformes que se incluyeron en las CMO creadas por las instituciones financieras más grandes.

Según el primer informe del State Foreclosure Prevention Working Group «un aseguramiento débil o no existente junto al alto nivel de fraude en la creación de préstamos se combinaron para producir préstamos que no tenían expectativas razonables de ser devueltos. Estos préstamos se concedieron más bien basándose en el supuesto de que la plusvalía de la vivienda continuaría indefinidamente y que cuando los acreedores se encontrasen con problemas, ellos refinanciarían o venderían. Aunque este enfoque funcionó durante unos pocos años, cuando la inevitable desestabilización y declive del precio de la vivienda comenzó, la opción de refinanciación desapareció. Dado que muchos préstamos fueron concedidos sin tener en cuenta la capacidad de los acreedores para hacer frente a dichos pagos; sólo en el último año hemos comenzado a vislumbrar los desastrosos resultados de estos préstamos temerarios» (SFPWG, p.5).

Así, los préstamos que hacían de aval de las CMO en el periodo que comenzó alrededor de 2005 empezaron a ser de una calidad cada vez menor, hasta casi desaparecer la evaluación crediticia. Muchos préstamos se concedieron basándose en la declaración de la renta del acreedor, sin verificación alguna de sus ingresos, activos o empleo. Dichos préstamos fueron denominados préstamos NINJA (*No Income, No Job and No Assets*). –porque los acreedo-

res no tenían ni ingresos, ni trabajo, ni activos. Para hacer más atractivos estos préstamos a los ojos de los acreedores, los originadores ofrecerían modos de pago especializados denominados hipotecas de índice variable. Existían distintas variedades de estas hipotecas. La más común era una 2/28 o 3-27, en la que se ofrecía al acreedor un tipo de interés inicial bajo, que se encontraba dentro de su capacidad de devolución, pero con un ajuste al índice de mercado tras dos o tres años. Ya que este ajuste se hacía en referencia al índice de mercado (añadiéndole un margen) llegaron a elevarse los pagos de las hipotecas, incluso aunque los tipos de mercado hubieran bajado desde el periodo inicial. Otras formas incluían hipotecas de opción variable en las que podía aumentarse el tamaño de la hipoteca en lugar de los índices de interés, o «hipotecas bala» con pagos determinados por la agenda de amortización de una hipoteca a 30 años, pero que exigiesen una refinanciación completa tras un periodo más breve de 10 años. Así, el fraude en la documentación acompañó a lo que se denominaron índices «de broma» por debajo del mercado durante un periodo inicial para provocar un volumen de financiación hipotecaria más alto, y tarifas y comisiones más altas. El cuadro (nº 1) que presentamos a continuación muestra el rápido aumento en la proporción de préstamos hipotecarios *suprime* de índice variable (ARM) tras 2003, así como el aumento de préstamos con falta de documentación o con documentación insuficiente.

El efecto de este aumento del volumen de financiación permitiendo el acceso a deudores que en realidad no tenían posibilidad de cumplir los pagos puede observarse en las respuestas del informe anteriormente mencionado sobre servicios hipotecarios, que indican que aproximadamente el 31% de los préstamos *subprime* que no habían llegado aún a su fecha inicial de reajuste de hipoteca variable se encon-

Cuadro n.º 1
Préstamos hipotecarios subprime
 (en %)

	ARM	IO	Low-No-Doc Share	Ratio Debt Payments- to-Income	Ratio Average Loan-to-Value
2001	73,8	0,0	28,5	39,7	84,04
2002	80,0	2,3	38,6	40,1	84,42
2003	80,1	8,6	42,8	40,5	86,09
2004	89,4	27,2	45,2	41,2	84,86
2005	93,3	37,8	50,7	41,8	83,24
2006	91,3	22,8	50,8	42,4	83,35

Fuente: Freddie Mac, obtained from the International Monetary Fund

traban atrasados en sus pagos en 30 días o más. Según el informe «estos daños muestran que un número importante de propietarios con préstamos de alto riesgo se encuentran actualmente con dificultades para pagar sus préstamos antes incluso de cualquier tipo de subida en las mensualidades, debido al ajuste al índice de interés. Este alto índice de atraso en los préstamos en el periodo inicial refleja el impacto de una financiación débil y de un fraude en el sistema de concesión de préstamos de alto riesgo. Por ejemplo, más del 21% de los propietarios que no tienen previsto experimentar su primer reajuste de pagos antes del tercer trimestre de 2009 ya están experimentando dificultades a la hora de pagar su hipoteca». (SFPWG, p.10)

Si estas hipotecas, que representaban el aval de la titulización tras 2005, suponían en realidad un riesgo de mora desde el primer momento en que se concedieron, ¿cómo es posible que las CMO respaldadas por estas hipotecas fueran vendidas a los inversores finales? Aquí la cuestión de la evaluación crediticia resulta crucial. Como ya se

ha señalado, las titulizaciones se crearon precisamente para evitar la necesidad de que los compradores se preocupasen por la evaluación crediticia. Sin embargo, la mayoría de los inversores del mercado de capitales que eran compradores de estos activos titulizados estaban sujetos a requisitos fiduciarios que les impedía invertir en activos de alto riesgo.

7. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y LA SUPUESTA MEJORA CREDITICIA. ¿INGENIERÍA FINANCIERA O ALQUIMIA FINANCIERA?

Para que dichas instituciones adquiriesen estos activos se necesitaba una calificación del grado de inversión de una Organización Calificadora Estadística Nacionalmente Reconocida. Así se volvió común para las instituciones financieras consultar con las agencias de calificación sobre la composición apropiada para el corpus de aval así como sobre la estructura de los pasivos en sus activos de hipotecas titulizadas. De este

modo, era a la agencia de calificación del crédito a la que se pedía que realizara la evaluación crediticia de los préstamos subprime, que eran el aval tras los CMO. La evaluación estaba en parte determinada por la valoración de las agencias de calificación crediticia de la probabilidad estadística de la tasa de prepago y del índice de mora de las hipotecas subyacentes *subprime*. Aunque inicialmente confiaron en los modelos de los bancos originarios, las agencias finalmente desarrollaron sus propias técnicas, que fueron más tarde vendidas a originadores para estructurar sus titulaciones. Sin embargo, las agencias de calificación contaban con poca experiencia en la evaluación de la capacidad crediticia de activos estructurados, y la historia sobre la actuación de pagos anticipados e impagos de dichos préstamos era corta y limitada a un periodo de expansión en el que se produjeron pocos impagos. Por lo que uno de los principios que Ranieri señalaba para el éxito de la titulación garantizada («predecir la experiencia actuarial de los impagos») faltaba

por completo. Las calificaciones crediticias que se asignaron se basaban en el diseño de garantías adicionales de los activos titulizados, en vez de en cualquier evaluación sobre la capacidad crediticia de los deudores de las hipotecas subyacentes. Además, estas valoraciones se basaban a su vez en la experiencia de actuación y en datos insuficientes de lo que era básicamente una nueva clase de deudores y una nueva clase de activos. Como puede verse en la tabla adjunta, la experiencia de grandes cantidades de hipotecas de alto riesgo sólo surge a partir de 2003, al igual que la expansión en la emisión de títulos hipotecarios *subprime*.

Ya hemos indicado que normalmente se consultaba a las agencias de calificación crediticia acerca del diseño de los activos titulizados y que éstas eran las responsables de determinar la «sobrecapitalización» o «colchón» de capital apropiado para considerar al activo una inversión calificada. Un emisor de un producto estructurado nor-

Cuadro n.º 2
Estadísticas de concesión de hipotecas
(en miles de millones de dólares)

	Hipotecas totales nuevas	Subprime nuevas	Porcentaje de las <i>subprime</i> en el total de nuevas hipotecas	Activos basados en hipotecas <i>subprime</i>	Porcentaje de <i>subprime</i> titulizadas
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fuente: Inside Mortgage Finance. The 2007 Mortgage Market Statistical Annual, Top Subprime Mortgage Market Players and Key Data (2006)

malmente consultaría con distintas agencias de calificación para encontrar la agencia que le concedería la mejor calificación con la menor coste crediticio. Por lo tanto, una evaluación más conservadora de los riesgos por parte de las agencias de calificación nunca habría resultado eficaz porque nunca habrían sido elegidas. Y, a medida que el tiempo transcurría sin dificultades en el mercado, más agencias de calificación conservadores revisarían más evaluaciones arriesgadas para ajustarse a las valoraciones menos conservadoras que utilizaban los originadores que gozaban de cierto éxito, en parte para asegurarse el negocio, y en parte porque la historia de la estabilidad en estos niveles de evaluación parecía dar por correctas las estimaciones arriesgadas y menos conservadoras. Esto, junto con la falta de historial estadístico sobre el que modelar las características de impago de los activos, contribuyó al declive de las garantías adicionales que necesitaban las estructuras (Adelson 2007, p.11).

8. ASEGURAR MERCADOS PARA UNA OFERTA EN EXPANSIÓN DE HIPOTECAS DE ALTO RIESGO GARANTIZADAS

A medida que el mercado se expandía y el número de acreedores cualificados disminuía, los originadores de CMO comenzaron a sufrir un descenso en la demanda, tanto de los tramos superiores como de los intermedios, de sus activos titulizados. Se tomaron dos tipos de medidas distintas para asegurar una demanda suficiente para el creciente número de titulizaciones garantizadas de alto riesgo. Para asegurar un mercado para los tramos superiores calificados como AAA, se creó otro conjunto de entidades especiales conocidas como vehículos de inversión estructurados, *Structure Investment Vehicle*, (SIV) para actuar como compradores de los títulos senior de las

obligaciones hipotecarias garantizadas. Estas entidades financiaban la compra de activos estructurados (por ejemplo, cuentas pendientes de tarjetas de crédito titulizadas, préstamos de coche, pero sobre todo obligaciones de hipotecas garantizadas) mediante la emisión de papel comercial apoyado en activos a corto plazo y certificados de inversión a medio plazo y capital subordinado. Para la creación de estas estructuras se utilizó el mismo proceso de garantías adicionales y subordinación de tramos que se utilizó en las CMO.

Normalmente se ofrecía una mejora crediticia adicional en forma de aval de un asegurador *monoline*⁹ o un intercambio de impago de crédito suscrito tanto por una compañía aseguradora como por el propio banco originador. Ya que el papel comercial emitido por las SIV estaba respaldado por los títulos senior de primer grado de los instrumentos de préstamos garantizados, también recibía una calificación de alto grado de inversión y suponía una opción atractiva para los fondos mutuos del mercado de valores a corto plazo que la mayoría de las instituciones financieras ofrecían a los clientes. Para estos vehículos estructurados, la renta se determinaba mediante la diferencia entre el tipo de interés de los mercados monetarios a corto plazo y los tipos de interés más altos de los valores de hipotecas garantizadas senior. De hecho, suponían tomar prestado a corto para prestar a largo: los ingresos obtenidos por el margen del interés neto al que los bancos habían renunciado para concentrarse en las tarifas y las comisiones habían regresado, pero

⁹ Las compañías aseguradoras «monoline» sólo cubren un único tipo de riesgo, en este caso se trata de entidades que aseguran el pago de las hipotecas, o más exactamente, de esos títulos CMO o REMIC contruidos en forma de titulización de un pool de hipotecas. Si la hipoteca falla, y el activo que la representa falla, la aseguradora monoline está obligada a abonar el pago de intereses y amortización.

fuera del balance. Debido a que éste era un ingreso de diferencial del tipo de interés neto al viejo estilo, los vehículos también se encontraban altamente endeudados. Los bancos que crearon estos vehículos se beneficiaron de las tarifas de los servicios y la gestión, así como del diferencial. Pero estos vehículos no solamente entrañaban un riesgo crediticio, sino también un riesgo de liquidez y de tipo de interés. Concretamente, a medida que la Reserva Federal presionaba, el diferencial se estrechaba y la inversión esporádica de la curva de rendimientos dio paso a diferenciales negativos.

Para poder atraer a compradores de los tramos intermedios o *mezzanine* de las CMO, los bancos comenzaron a utilizar la mejora crediticia en forma de compromisos para recomprar los títulos en caso de que su valor disminuyera. Estos instrumentos, ahora conocidos como *liquidity puts*, traerían las hipotecas subyacentes de las CMO de vuelta a los bancos en caso de una caída en el mercado de valores. Los bancos también utilizaban garantías *monoline* para ofrecer una mejora crediticia, pero cuando la oferta de dichos instrumentos descendió, los bancos se vieron a menudo obligados a extender derivados de crédito (*credit default swaps*, CDS).

Finalmente, se vendía la demanda de tramos residuales de títulos garantizados a fondos de cobertura altamente endeudados, que habían tomado prestados de las operaciones de corretaje de primera calidad de los holdings financieros que crearon las CMO para financiar sus posiciones.

9. UN MERCADO BASADO EN UNA DEMANDA EN EXPANSIÓN CONTINUA TERMINA POR DESPLOMARSE

El mercado de las *subprime* se mantenía estable siempre y cuando se crease un mayor número de nuevas hipotecas, y los

precios de la vivienda continuasen subiendo, en un contexto de descenso de los tipos de interés¹⁰. Sin embargo, la Reserva Federal comenzó a dar marcha a tras a la política monetaria acomodaticia introducida tras el derrumbe del mercado de valores y los ataques terroristas en el momento en que los prestamistas comenzaron a relajar sus niveles de préstamo. A medida que los índices de retraso en los pagos comenzaron a aumentar en 2005, las ejecuciones hipotecarias aumentaron del mismo modo en 2006, ejerciendo cierta presión sobre los precios de la vivienda. Como muchas de las hipotecas de índice variable concedidas en 2005 alcanzaron sus fechas de reajuste en 2007, tanto los impagos como las ejecuciones hipotecarias aumentaron y el índice de aumento en los precios de la vivienda se desaceleró. Las estructuras que sólo eran viables en un contexto de una subida continuada de la demanda y de los precios comenzaron a tener dificultades. En verano de 2007, dos fondos de cobertura dirigidos por uno de los principales bancos de inversión independientes anunciaron pérdidas sustanciales y finalmente tuvieron que cerrar a pesar de las inyecciones de capital significativas que recibieron.

Los compradores que habían recibido los *liquidity puts* comenzaron a devolver al banco las hipotecas que habían sido utilizadas como aval en las obligaciones hipotecarias estructuradas. Debido a que estas obligaciones no se publicaron en los estados financieros, los mercados se vieron sorprendidos tanto por el tamaño de estas

¹⁰ Esto es lo que formalmente Hyman Minsky ha denominado el esquema «ponzi», y muchos comentaristas sobre la crisis recuerdan la importancia de las ideas de Minsky sobre la fragilidad financiera a la hora de desenmarañar el mercado hipotecario en los títulos *subprime*. Sin embargo, la evolución de la crisis cuenta con una serie de características que lo distinguen de la explicación de Minsky de la evolución endógena de la inestabilidad financiera. Véase Kregel, 2008.

exposiciones como por el hecho de que la caída de los precios produjese pérdidas de capital que condujesen a muchos bancos al borde o incluso por debajo de los ratios de adecuación de capital exigidos para ser clasificados como bien capitalizados. A medida que el mercado de las CMO se desplomaba a pasos agigantados, las instituciones financieras y los bancos de hipotecas vieron que no podían vender sus propios inventarios de hipotecas concedidas que esperaban ser vendidas mediante colateralización, lo que les obligaba a publicar sus pérdidas.

Y como los precios de la vivienda, así como los precios de las CMO, continuaron bajando, las agencias de calificación crediticia reconocieron que sus valoraciones de grado de inversión para dichos títulos habían sido demasiado optimistas y comenzaron a bajar la categoría de sus emisiones. Mientras las valoraciones caían por debajo del grado de inversión, muchos inversores que exigían un grado de inversión, se vieron obligados a venderlos, forzando aún más los precios a la baja y reduciendo el volumen de demanda.

La caída tan estrepitosa de los precios, al igual que la importante caída de la demanda, de las CMO con apoyo *subprime* obligó a los bancos y a los aseguradores *monoline* a cumplir sus compromisos de derivados de crédito (CDS) y garantías. Pero a medida que parecía evidente que los aseguradores eran incapaces de cumplir sus promesas, las agencias de calificación crediticia bajaron la calidad de los aseguradores *monoline*. Dado que la obtención de un seguro *monoline* sobre una emisión implicaba adquirir la calificación del activo, esto condujo a una degradación automática de muchas más CMO, creando una mayor presión de venta. Al no producirse una demanda, los precios siguieron cayendo, extendiéndose finalmente a los inversores europeos de estos títulos y aumentando rápidamente los diferenciales de índices de interés, ya que no se podía considerar fiable a ninguna contraparte del mercado de valores a corto plazo. Para llamar a la calma a los mercados, los principales bancos europeos y estadounidenses acabaron por tomar prestado capital social de fondos de riqueza soberana e inversores extranjeros como índices por encima del mercado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADELSON, M. (2007): «The Role of Credit Rating Agencies in the Structured Finance Market.» Testimony before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government-Sponsored Enterprises of the House Committee on Financial Services Regarding the Role of Credit Rating Agencies in the Structured Finance Market, Washington D.C., September 27.
- KREGEL, J.A. (2007): «The Natural Instability of Financial Markets» Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, 523, December 2007.
- KREGEL, J.A. (2008): «Minsky's Cushions of Safety – Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market», The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief, 93.
- MCDONALD D. J. Y THORNTON, D. L. (2008): «Primer on the Mortgage Market and Mortgage Finance,» *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 90, 1, January-February, 2008: 31-46.
- RANIERI, L. (2000): «The Origins of Securitization, Sources of Growth and Future Potential,» in *A Primer on Securitization*, Leon T. Kendall, Michael J. Fishman, eds, MIT Press, 31-44.
- STATE FORECLOSURE Prevention Working Group (SFPWG) (2008), *Analysis of Subprime Mortgage Servicing Performance Data Report*, 1, February 2008.
- WRAY, L. (2007): Randall «Lessons from the Subprime Melttdown,» Working Paper, 522, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute, December 2007.

Directiva MiFID, reforma de la Ley del Mercado de Valores e implicaciones en el caso español

La MiFID aborda cambios estructurales en la arquitectura del mercado de valores y en parte del sistema financiero. Dos aspectos especialmente relevantes deben ser analizados por separado en un mismo momento: la ruptura del principio de concentración, en lo que se refiere a los mercados y un nuevo enfoque para abordar la protección de los clientes, en el ámbito de la prestación de servicios. En este artículo se pretenden analizar sus objetivos primordiales y cómo han sido transpuestos a la normativa española.

MiFID deritzonak markatu baloreen arkitekturan eta finantza-sistemaren zati batean egiturazko aldaketek heldzen die. Bereziki azpimarragarriak diren bi alderdi banatuta aztertu behar dira une berean: kontzentrazioaren printzipioaren haustura, merkatuei dagokienez, eta bezeroen babesari heltzeko ikuspegi bat, zerbitzuak emateari dagokioner. Artikulu honetan horren helburu nagusiak eta Espainiako araudira nola eraman diren aztertu nahi da.

The MiFID tackles structural changes in securities markets' architecture as well as in parts of the financial system. Two especially relevant points must be analyzed specifically, like the break of the concentration rule in equities markets and a new approach on client protection when providing investment services. This article aims at analyzing the main goals of MiFID and how they have been transposed in Spanish legislation

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Las sucesivas reformas de la normativa del mercado de valores
 3. La regulación de los intermediarios financieros
 4. Regulación de los mercados secundarios
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: MiFID, mercados de valores, regulación financiera, servicios de inversión, plataformas de trading

Keywords: MiFID, securities markets, financial regulation, investment services, trading platforms

N.º de clasificación JEL: G28

1. INTRODUCCIÓN

Es importante realizar una serie de consideraciones para comprender el propósito último y la trascendencia que la MiFID tiene. En primer lugar, se trata de la directiva comunitaria que culmina y completa el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) de la Comisión Europea: la piedra central del arco (la *clave*) que permite que las medidas previas construyan un mercado de valores e instrumentos financieros sujeto a reglas comunes. En segundo lugar, si bien no se concibió en su origen como una directiva de máximos, la técnica legislativa empleada en sus normas de nivel 2, o de desarrollo –a través del ya famoso artículo 4 de la Directiva 2006/73/ CE y el papel del Reglamento 1287/2006– ha reforzado claramente el grado de armonización efectiva de las condiciones operativas de los merca-

dos y los prestadores de servicios de inversión en la UE. En tercer lugar, la MiFID introduce dos grandes vectores de cambio aún no materializados ni, probablemente, asumidos íntegramente por los mercados e inversores: el refuerzo de la protección del cliente y la ruptura de la regla de concentración en los mercados de renta variable. Por último, lo reciente de su transposición en España (19 de diciembre de 2007) hace que aún sea necesario un esfuerzo de divulgación y análisis para asegurar que la adaptación no genera desventajas competitivas para nuestro mercado.

En este artículo analizamos los principales cambios que supone la MiFID, la forma en que han sido (y habrán de ser) recogidos en nuestro ordenamiento y las principales implicaciones que suponen para el funcionamiento y el desarrollo de los mercados

españoles de valores y la prestación de servicios de inversión.

2. LAS SUCESIVAS REFORMAS DE LA NORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES

La Ley 47/2007, de Reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), recientemente publicada es la tercera gran reforma de los intermediarios de valores desde que en 1988 se produjo el conocido como *Big Bang* español de modernización de toda la estructura de los mercados. La LMV ha experimentado reformas prácticamente todos los años en la mayoría de los casos por adaptación a la normativa comunitaria, pero ninguna de ellas con tanto alcance como las de 1988, 1998 y esta última de 2007, publicada el 20 de diciembre, al menos en lo que a la actividad de los intermediarios que operan en los mercados se refiere. Por ello es conveniente repasar qué novedades aportó cada una de las reformas.

La primera, la de 1988, cambió completamente la estructura de la intermediación de valores en España, hasta entonces un sistema altamente regulado y restringido en la contratación bursátil, que exigía fe pública y, al mismo tiempo, la libertad total sin supervisión alguna en la mayoría de las entidades que prestaban servicios a sus clientes, como intermediación o gestión de inversiones. El resultado era un sistema de entidades profesionales catalogadas como entidades financieras que podían mantener activos y pasivos financieros, además de prestar servicios y por tanto contraer riesgos con sus clientes y con el mercado, lo que justificaba su supervisión financiera, de solvencia y liquidez. A ello se unían unas incipientes, en aquel momento, normas de conducta para proteger la actuación con los clientes, al menos en unos niveles equivalentes a los que tenían los clientes de las entidades de crédito que han sido y siguen

siendo los grandes protagonistas de la relación de los inversores con los mercados de valores. En esta reforma, no obstante, para mantener temporalmente la ventaja de los antiguos agentes de cambio y bolsa en la contratación bursátil, se reservaba a las nuevas entidades creadas, las sociedades y agencias de valores, esta actividad en detrimento de las entidades de crédito que tuvieron que crear entidades filiales especializadas a tal fin, cediendo altos porcentajes de capital a los antiguos fedatarios durante un periodo transitorio de 4 años.

La segunda gran reforma se produjo en 1998, casi 10 años después de la primera y su objeto era adaptar las entidades españolas a la Directiva de Servicios de Inversión, transformando así un modelo cerrado en el que sólo podían operar las entidades autorizadas y supervisadas completamente en España. El nuevo modelo europeo permitía la actuación transfronteriza mediante sucursales, es decir, mediante establecimiento físico permanente en el Estado de acogida o en régimen de libre prestación de servicios, cuando no existía esta presencia física estable. Todo ello con una estructura supervisora basada en el reconocimiento de la autorización y la supervisión financiera del Estado de origen, dado que ambas habían sido armonizadas, pero aplicando las normas de conducta (entendidas como el resto de materias aplicables a las entidades y que aglutinaban las relaciones con los clientes y las relativas a la estructura organizativas) del Estado de acogida.

Realmente, el cambio conceptual era enorme y esta hubiera podido ser la gran transformación del mercado español y del europeo si realmente hubiera funcionado. Además, en ese momento¹ se produjo la equiparación de las entidades de crédito en

¹ Realmente se establecía un periodo transitorio que permitía a España mantener la reserva de contratación bursátil a las empresas de servicios de inversión (ESI) hasta el año 2000, junto con otros dos Estados.

la única actividad que les estaba vetada, la contratación bursátil, lo que hacía que la reforma fuera aún más profunda en España. Sin embargo, el modelo de actuación transfronteriza y de reparto de la supervisión mostró rápidamente sus carencias y los objetivos perseguidos, una mayor competencia entre las entidades en el seno de Europa y la potenciación de las operaciones transnacionales, no fueron conseguidos. La razón de este «relativo» fracaso fue que la atribución a los Estados de acogida de la regulación y supervisión de las relaciones con los inversores, ante la falta de armonización, se convirtió, en la práctica, en un instrumento proteccionista del mercado interior, que resultó insalvable para las entidades, especialmente para aquéllas que tenían un negocio orientado a los clientes minoristas.

La tercera gran reforma, que curiosamente se produce justo otros 10 años después en España, podría considerarse una reforma menor pues su objetivo es completar y solucionar las deficiencias de la anterior. Sin embargo, las soluciones son tantas, de tal calado y tan relevantes que posiblemente sea la reforma más completa de las tres y sus efectos bien podrían cambiar, en no mucho tiempo, la estructura de negocio de los intermediarios, incluyendo no sólo a las empresas de servicios de inversión² (ESI) sino también y lo que es más importante en términos cuantitativos, a las entidades de crédito. Por otra parte, si bien desde el punto de vista de la industria la MiFID supone culminar el proceso evolutivo iniciado en el año 1988, la visión que pueden tener los inversores es otra y para ellos no sería exagerado pensar que la MiFID supone un antes y un después en sus relaciones con los intermediarios y en su acceso a los mercados de valores. De ahí el inte-

rés que este conjunto normativo está despertando entre los profesionales del sector, los inversores y gran parte de la sociedad.

La MiFID persigue crear un mercado europeo integrado y eficiente que pueda competir con otros mercados desarrollados, principalmente el americano, que sea capaz de canalizar y de atraer los grandes flujos de inversión de un mundo financiero globalizado; y lo pretende conseguir mediante la protección de inversor como eje esencial para ganar su confianza en el sistema. Para ello es necesario crear un mercado eficiente e incentivar la competencia entre entidades con independencia de dónde estén y de quién las supervise. Por esta razón, la forma de regular ha cambiado. Si la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) regulaba unos principios generales y hacía hincapié en las relaciones entre supervisores, la MiFID, sin apartarse del todo de los principios generales, regula exhaustivamente la estructura interna de las entidades y pormenorizadamente las relaciones con los inversores, de forma que se eviten las tentaciones proteccionistas. Se ha pasado de una regulación de mínimos en la DSI a una regulación de máximos en que los Estados carecen de capacidad de establecer requisitos distintos o adicionales a las ESI en sus países. Además, dada la existencia de requisitos idénticos para las entidades, introduce un elemento oculto hasta ahora, la competencia entre supervisores que, con la Directiva se verán obligados a cambiar sus sistemas de supervisión y los objetivos de la misma.

3. LA REGULACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

3.1. Novedades conceptuales más relevantes

Varios son los aspectos que regula la MiFID y que afectan a los intermediarios, aunque destacan dos de ellos por encima

² Concepto que desde el 98 comprende además de las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras que hasta entonces habían pertenecido al ámbito de las instituciones de inversión colectiva.

de todos: los nuevos requisitos organizativos y las nuevas normas de conducta. A ellos dedicaremos gran parte de la exposición, a pesar de que como veremos, ni son las únicas ni en España aportan importantes novedades conceptuales ni implicaciones operativas demasiado complejas, dado que la normativa española, por su modernidad, ha ido incorporando casi todas las novedades paulatinamente.

3.2. **Ámbito de aplicación**

La MiFID amplía el perímetro del mercado de valores con nuevos servicios y actividades así como nuevos instrumentos. La ampliación tiene efectos muy importantes sobre la economía interior por cuanto impide a entidades no supervisadas realizar los servicios incorporados y, por otra, añadiendo un mayor grado de competencia donde antes no la había. Ese es, por ejemplo, el caso de España. A diferencia de otros Estados, el asesoramiento sobre inversiones, en la nueva terminología MiFID «asesoramiento personalizado teniendo en cuenta las circunstancias del inversor» ha sido en España una actividad no reservada y de prestación libre (sin autorización ni supervisión). La nueva regulación exige ambos requisitos a quien lo preste y, además, permite su prestación transfronteriza. Esta novedad en España se ha configurado con la creación de una nueva categoría de entidades o personas, pues también admite la existencia de personas físicas, denominadas empresas de asesoramiento financiero (EAFI) cuyo objeto exclusivo será la prestación de forma profesional de este servicio. Se trata, en principio, pues no hay experiencias ni datos que lo puedan confirmar, de un tipo de ESI que podría tener una gran aceptación y una fácil alternativa para quienes hasta ahora han venido prestando este servicio sin restricción. Por otra parte, el asesoramiento es un servicio que además se regula profusamente, como se verá más adelante, dada la importancia que ha adquirido en toda

Europa en los últimos años y también por la creciente trascendencia que tiene el asesoramiento para los inversores y su protección.

Además, la MiFID amplía también el ámbito de instrumentos financieros que pueden ser objeto de la prestación de servicios. Este ajuste, que podría considerarse meramente técnico para recoger nuevos instrumentos aparecidos en estos años como fruto de la compleja ingeniería financiera, tiene un importante alcance por cuanto restringe el tipo de entidades habilitadas para poder usarlos con sus clientes.

3.3. **Competencias supervisoras**

Un segundo elemento, novedad en la Directiva y relevante para los intermediarios es el nuevo reparto de las competencias entre Estado de acogida y origen. El fin perseguido por la MiFID es facilitar la operativa transnacional y para ello incluso en algún momento se discutió la posibilidad de atribuir al Estado de origen la supervisión completa (autorización, solvencia, requisitos organizativos y normas de conducta) de las entidades. Finalmente se optó por esta opción pero exclusivamente para las entidades que operan en régimen de libre prestación de servicios. El reparto de la supervisión es un aspecto importante en la medida en que pueda haber una aplicación de las normas o de la intensidad de la supervisión asimétrica, lo que es poco probable en un contexto de requisitos equivalentes.

3.4. **Redes de comercialización**

Otro elemento clave y al que curiosamente hasta ahora no parece haberse prestado mucha atención es la regulación de los agentes en la Directiva. La creación de agentes en las entidades financieras españolas, en su configuración actual, nació en la Ley de 1988 como una forma de extender el acceso al mercado de valores de toda la sociedad y permitir a las entidades

pequeñas competir en la comercialización con las grandes redes de sucursales bancarias con unos costes aceptables. No hay que olvidar que también fue una forma de dar salida a los numerosos profesionales que venían actuando sin restricción en los mercados antes de la reforma. La representación consiste en un vínculo mercantil exclusivo para el agente con una entidad a la que representa frente a los clientes, actuando en nombre y por cuenta de la entidad.

Se trata de una figura muy discutida pues si bien el coste de mantener una red de agentes es relativamente bajo y sobretodo variable, vinculado al nivel de ventas, la práctica ha demostrado que se trata de una actividad de alto riesgo y que ha provocado importantes crisis en no pocas entidades, pues las actuaciones de los agentes son atribuidas a la entidad a la que representan, incluidos los fraudes. La Directiva permite la actuación transnacional de los agentes. Sin embargo es una figura que merece una muy importante reflexión sobre las consecuencias que puede tener. Intuitivamente, en un Estado como España, importador de servicios de inversión de otros países puede haber un importante número de entidades extranjeras que opten por crear relaciones de agencia con entidades o personas españolas, lo que puede hacer que aumente el número de potenciales entidades dispuestas a ser agentes o bien restrinja las disponibles para las empresas de servicios de inversión españolas, al tiempo que aumenta el número de entidades que operen en España.

De la misma forma, aunque parece que será menos frecuente, algunas ESI españolas podrán actuar con agentes extranjeros para ampliar su negocio en el exterior. Más raro parece el supuesto, posible también según la normativa, de que agentes españoles de entidades españolas crezcan tanto que puedan tener actividad transnacional (atribuida no obstante a la ESI a la que

representan), pues en estos casos, parece más lógico su transformación en ESI, en el supuesto de que cumplan las condiciones pertinentes. De todas formas, en este caso, como en el de las empresas de asesoramiento se plantean aún importantes dudas sobre las consecuencias que a medio plazo pueden tener las nuevas normas que sólo con la experiencia se podrán ver.

3.5. Requisitos organizativos de las empresas que prestan servicios

La regulación de los requisitos organizativos internos de las entidades puede decirse que es una novedad regulatoria reciente, cuyo origen puede situarse en la mitad de los años 90 en España. Coincide con el auge que, durante esa época, tomaron los aspectos relativos al control interno, junto con otros como el gobierno corporativo y la estructura interna de las entidades, como por ejemplo, en el ámbito de las normas de conducta, las murallas chinas. Ya en el año 1998 la CNMV publicó una circular que, con la inevitable perspectiva histórica, ha resultado ser un antecedente, casi mimético, de la regulación MiFID, aunque casi un lustro antes.

La finalidad de regular los requisitos internos y de organización de las entidades con tanto detalle como se hace en el denominado nivel 2 es, por una parte, contribuir a la sana competencia entre entidades de diferentes países, de forma que estos no se conviertan en un arma proteccionista. Por otra, no menos importante, contribuir desde dentro de la propia entidad, a la protección de los inversores. La estructura interna de las entidades debe contribuir al cumplimiento de las normas de conducta o, dicho de otra forma, la protección de los inversores sólo se puede asegurar con estructuras como las que señala la Directiva y que ahora se describirán. Por todo ello es importante no desvincular los requisitos organizativos de las normas de conducta, conceptos que han estado íntimamente vin-

culados en la normativa hasta ahora y, más concretamente en la normativa española, mediante el RD 629/1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores, denominación que responde a que contemplaba ambas materias.

Otro de los aspectos relevantes que subyace en esta regulación es una pretendida «búsqueda de la perfección» como objetivo último. La MiFID hace un especial énfasis en la «cultura del control». Tan importante es hacer un buen diseño organizativo, como disponer de sistemas de control que permitan mejorar permanentemente éste, de ahí que dedique gran parte de la regulación a los sistemas de control y a asegurar que estos funcionen con independencia. El por qué de esta obsesión por el control bien pudiera justificarse por el temor al riesgo operacional y reputacional. En efecto, estos tipos de riesgos cuyo control es relativamente nuevo o a los que se prestaba poca atención hasta hace pocos años, van adquiriendo cada día mayor importancia para las entidades. Es fácil ver que si se analizan las últimas crisis de entidades financieras a nivel mundial, en la mayoría de los casos cabe achacarlas a falta de control y a los efectos que el riesgo reputacional o el operativo ha tenido sobre su actuación comercial o su solvencia³. En muchos casos, las causas de las crisis se han justificado en fallos en los procedimientos internos de funcionamiento de las entidades que, con la experiencia, se van mejorando o, directamente, en el incumplimiento de esos procedimientos por falta de control sobre ellos.

Un aspecto importante y novedoso de la nueva regulación es su aplicación uniforme en todas las entidades que prestan servicios de inversión. Un enfoque normativo muy distinto a los habituales hasta ahora,

orientados a regular verticalmente tipos de entidades y no requisitos horizontales por actividad con independencia del tipo de entidad que preste los servicios. Esta novedad, lógica por otra parte, no está exenta sin embargo de problemas prácticos. En primer lugar porque hasta ahora la normativa no ha ido en esa dirección y del encaje de las normas antiguas con las nuevas surgen dudas sobre cual debe prevalecer o solapamientos, todos ellos de difícil solución. Especialmente relevante es este hecho en la normativa bancaria, dado que la prestación de servicios de inversión suele ser una parte importante pero no separable fácilmente de la prestación de servicios. La existencia de normas comunes no coincidentes pero que regulan ambos ámbitos, además de supervisores diferentes, contribuyen sin duda a esta falta de claridad. Un ejemplo bien podrían ser las normas referidas a delegación de funciones o *outsourcing* y las referidas a planes de continuidad que más adelante se describirán. Por otra parte, suponen lo que a veces se ha denominado una «trampa normativa» o menos peyorativamente, el efecto expansivo de la MiFID. Me estoy refiriendo a normas que, pese a que en principio su ámbito es restringido a una parte de la entidad, por coherencia, necesariamente se extienden al resto de la organización aunque no se presten servicios de inversión, tales como las normas referidas a conflictos de interés o las de estructura organizativa adecuada de la empresa, en el caso de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que prestan algunos servicios de inversión (por ejemplo, gestión de carteras).

3.6. Contenido de la regulación de los requisitos organizativos

En primer lugar, las normas establecen la necesidad de contar con una estructura interna clara y coherente con las actividades a realizar mediante una fijación clara de responsabilidades y con medios organizati-

³ El ejemplo más reciente es la crisis del banco francés Société Générale.

vos y personales (formación, experiencia y conocimiento de sus funciones y límites de actuación claros) adecuados a los servicios a prestar, flujos de información ascendente y descendente eficaces. Se trata, en resumidas cuentas, de requisitos coherentes o extensibles a cualquier empresa sea cual fuera su actividad pero que el ámbito financiero, dadas las particularidades y los altos riesgos en que se incurren, resultan esenciales o dicho de forma más coloquial, la ausencia de estos requisitos es imperdonable en entidades que disponen de las inversiones ajenas. Es por esa razón por lo que la regulación exige que estas estructuras existan y lo que es más relevante, se formalicen expresamente, con objeto de evitar que sean fruto de la práctica o los usos de la entidad.

Un aspecto muy importante a tener en cuenta, en general en toda la regulación de los requisitos organizativos, es la aplicación de lo que se ha venido a denominar el principio de proporcionalidad o de relatividad que no es sino la cautela de no establecer requisitos excesivos que graben innecesariamente actividades sencillas. Por ello, la intensidad en la implantación de los requisitos organizativos debe estar en consonancia con el «carácter, escala y complejidad de los servicios de inversión que se presten». No obstante, conviene señalar, especialmente a los destinatarios de la norma, que aunque se trata de una cautela coherente y lógica no debe cometerse el error de considerarse susceptible de interpretaciones para todos los gustos. La aplicación del principio debe ser excepcional y no extensible a voluntad del supervisado por varias razones:

—En primer lugar, porque todos los requisitos organizativos están correlacionados. De nada sirve disponer de una estructura muy bien organizada y de flujos de información eficientes si, después, en aplicación del principio de proporcionalidad, se prescinde de un

sistema de control adecuado para comprobar que se cumpla.

—A demás, la naturaleza, escala y complejidad de los servicios no debe interpretarse exclusivamente como el volumen de actividades, el número de operaciones o de clientes. Prácticamente todos los servicios de inversión son actividades complejas, que comportan importantes riesgos de muy distinta naturaleza, no sólo para la empresa, sino también para los clientes que, como se ha señalado anteriormente, son la razón que justifica la existencia de estas normas.

Por ello, sólo en casos excepcionales, posiblemente porque la práctica haya demostrado con el tiempo que la implantación de las medidas o sus controles son innecesarios, es como se podrá justificar la aplicación de este principio.

Otra de las importantes novedades, no tanto en España, pero sí en el resto de Europa, que incorpora la nueva regulación es la existencia de tres funciones de control: cumplimiento normativo, riesgos y auditoría interna. Empezando por esta última, la auditoría interna se encargará de la revisión de procedimientos y del cumplimiento de las reglas internas de funcionamiento, esencial en entidades de gran tamaño, si bien es cierto que de menor importancia en entidades con poco personal o con un número limitado de procedimientos. Es, sin duda, la única función que admite, en el contexto del tipo de ESI existente en España, una posibilidad clara de aplicación del principio de proporcionalidad. Otra de las funciones relevantes es el control de riesgos, entendidos como riesgos financieros o de mercado, incluyendo el riesgo operativo. Se trata de una figura arraigada ya en la normativa española desde hace años y que requiere de pocos comentarios adicionales. Se trata de una figura esencial cuando hay importantes riesgos financieros por cuenta propia

o un elevado número de operaciones o clientes.

Más interesante, por su novedad, es la figura de cumplimiento normativo. Sus funciones bien podrían resumirse en como controlar el resto de riesgos no cubiertos por las otras figuras, pero desde un punto de vista más técnico, su ámbito se circunscribe en evitar el incumplimiento de normas o criterios que puedan suponer riesgos para la entidad, incluyendo el riesgo comercial o reputacional. Se trata de una figura muy interesante que aunque no nueva, sí lo es su regulación. Para el cumplimiento adecuado de sus atribuciones es necesario que se cumplan tres requisitos que la propia normativa señala expresamente: independencia, autoridad y capacidad. En cuanto a la independencia, no solo se trata de una independencia funcional con respecto a las actividades que son objeto de su control, sino incluso remunerativa con respecto al negocio. El requisito de autoridad, no menos importante que el anterior, exige su ubicación al margen del organigrama de forma que su actividad sólo sea juzgada por la más alta dirección, a la que sirve al fin y al cabo. Por último, con respecto a la capacidad, bien podría resumirse en la necesidad de que ejerza efectivamente sus funciones disponiendo de medios adecuados y no una figura cuyo objeto sea cumplir un mero trámite administrativo necesario.

Otro de los requisitos organizativos más relevantes es el control de los conflictos de interés a que se ve sometida la entidad. Los conflictos se plantean necesariamente por prestar varios servicios que pueden ser remunerados de forma diferente, por la existencia de diversidad de clientes o por la coincidencia de intereses propios y ajenos en una misma entidad. Los conflictos a que se refiere la normativa no sólo son los constatados o reales sino también los potenciales en los que teóricamente pueda resultar afectado negativamente un cliente. Es obvio de que el hecho de que resulte negativa-

mente afectada la entidad a favor de los clientes no es un conflicto de interés, en principio y salvo formulaciones más complejas. Las obligaciones que establece la normativa para evitar estos conflictos pasan por tres fases: identificación, gestión neutral o en beneficio del cliente y, en caso de no poder evitarse, transparencia. La propia Directiva señala como esenciales las dos primeras fases y la última como un residuo en caso de fracasar las anteriores, no como una alternativa. Es por ello muy importante que las entidades se doten de sistemas relevantes de detección y de mecanismos para solucionar los conflictos identificados, como la separación de áreas (murallas chinas), sistemas de decisión independientes, etc.

Un requisito organizativo muy importante es el registro de la actividad de la entidad, mediante sistemas que permitan el rastro, contrastable, de las operaciones realizadas y de su justificación, lo que habitualmente se denomina «registro de operaciones». En línea con este requisito, aunque en una formulación más amplia, está el requisito de asegurar la continuidad y regularidad en la prestación de servicios. Sus orígenes están claros y su finalidad también, dado que no es otra que en caso de crisis o situaciones graves, fáciles de imaginar desgraciadamente, no sufran perjuicio los clientes, bien porque se puedan reconstruir sus operaciones o salvaguardar sus derechos.

También conectado con este requisito está la obligación de salvaguarda de los activos, incluido el dinero de los clientes, ya no sólo por situaciones de crisis grave sino incluso del propio devenir de la actividad financiera, impidiendo el uso indebido de los activos depositados y tomando las medidas necesarias para que ante una insolvencia o fraude, los daños ocasionados y, por tanto, el riesgo sistémico y de confianza en la estructura de mercado se vea dañada.

Por último, una novedad importante en la regulación española es la que se refiere a la subcontratación de actividades. En efecto la subcontratación de determinadas funciones muestra una tendencia creciente en los mercados y es consecuencia, además de por la transformación de costes fijos en variables para reducir el riesgo de fracaso financiero, por la creciente tendencia a la especialización de funciones. Esta especialización es además un fenómeno que se autoalimenta. Cuantas más entidades especializadas en alguna fase de la prestación de servicios de inversión se crean, surgen más entidades especializadas en la prestación de las demás. Todo ello es consecuencia de las altas dosis de capital que requiere hoy día la actividad financiera, especialmente en actividades de poco valor añadido que necesitan grandes volúmenes de actividad para ser rentables.

Por esa razón, la subcontratación y la consecuente especialización no deben considerarse como algo negativo, en el sentido de contrapuesto a la obligación de disponer de medios adecuados para la prestación de los servicios que se pretendan realizar, ya que los medios son disponibles con independencia de que sea en propiedad o en arriendo y así lo señala la propia Directiva en sus considerandos. Sin embargo, es lógico que esta subcontratación se vea sometida a determinados requisitos para que la eficiencia no se convierta en mayores riesgos para los inversores. Las obligaciones que la nueva normativa señala en este sentido son: mantenimiento de la responsabilidad por parte de la entidad que delega, evitar el aumento del riesgo operativo, evitar la vulnerabilidad o dependencia excesiva en la entidad que se delega y, como es lógico, que la subdelegación no afecte a las relaciones con los clientes o con el supervisor. A ello es necesario añadir que exista salvaguarda de la información, aspecto que adquiere mayor importancia cuando una misma entidad recibe delegación de varias entidades.

Un aspecto práctico relevante a tener en cuenta en la delegación de funciones, y que justifica también su regulación, es el hecho de que en muchos casos las entidades en las que se delegan algunas funciones relevantes puedan ser entidades no supervisadas o entidades radicadas en Estados extracomunitarios sometidas a regulaciones diferentes a la de entidad que delega. El hecho de que en una misma entidad no supervisada puedan coincidir delegaciones de varias entidades puede hacer aumentar el riesgo del sistema, hecho que no es apreciado por cada entidad individualmente considerada. Por otra parte, la existencia de restricciones de acceso por secreto tanto por no estar supervisada como por estar sometida a regulación diferente es un aspecto que requiere una reflexión adicional y un control exhaustivo por los reguladores.

3.7. Las normas de conducta en las entidades que prestan servicios de inversión.

Como se ha señalado anteriormente, la MiFID incorpora como novedad fundamental en el ámbito de los requisitos organizativos una regulación minuciosa de éstos y una filosofía de control sobre conceptos y principios que aparecían hasta entonces dispersos o de insuficiente regulación. Sin embargo, en el ámbito de las normas de conducta no cabe decir lo mismo. Las novedades en este campo son especialmente relevantes, no sólo para las entidades que prestan servicios, que deben cambiar su filosofía comercial, sino lo que es más importante, para los inversores, especialmente los minoristas que van a ver alterada de forma sustancial su aproximación a este mercado.

Altos niveles de protección de los inversores son imprescindibles para ganar su confianza en el sistema y con ello conseguir un verdadero mercado integrado. Es por ello que la Directiva adopta un enfoque de «protección máxima», especialmente de los

inversores más vulnerables, a sabiendas de que ello supone pérdidas de flexibilidad y especialmente una distorsión con respecto a otras alternativas de inversión de naturaleza similar a los instrumentos financieros, como son los seguros y los productos bancarios. En efecto, en mercados tan integrados como los actuales con numerosas entidades multiproducto y habiendo existido la posibilidad de una regulación horizontal de tratamiento equivalente de los clientes, con independencia del producto de que se tratara, destaca como relevante que eso no se ha hecho. Las razones para ello, así como sus efectos son desconocidos aún, pero lo cierto es que un inversor que se enfrente a varias alternativas de inversión (seguros, banca y valores, por ejemplo), va a estar, en principio, mucho más protegido normativamente en este último que en los demás y ello es una buena noticia para los inversores y para los profesionales de este mercado. Esta situación coincide en España con medidas de neutralidad fiscal que han devaluado inversiones durante años favorecidas por su atractivo en términos financiero fiscales, como los fondos de inversión.

Otra de las características de las nuevas normas de conducta es su gran parecido a las normas de relaciones con clientes españolas. Este parecido con normas vigentes en su mayoría en España desde los primeros años 90 no podía ser casualidad y no lo es. Mucho tiene que ver en ello la participación de las distintas delegaciones españolas tanto en los trabajos preparativos de la Directiva, como los grupos de trabajo de FESCO, luego CESR, como los propios de debate sobre la Directiva en los distintos órganos europeos. Esta similitud supone una ventaja comparativa por parte de las entidades españolas que sería una auténtica pena que se desvaneciera en el tiempo, especialmente por los costes que supone para las entidades retrasadas recuperar el tiempo perdido.

Los dos aspectos más novedosos de la Directiva con respecto a las normas españolas son la regulación del asesoramiento y la segmentación o clasificación de los clientes.

3.8. El asesoramiento personalizado

Se trata, en efecto, de una novedad con muy importantes implicaciones. Hasta ahora en España y así lo establecía la Ley de 1988 se optó porque el asesoramiento en todas sus variedades, tanto personalizado como dirigido a entidades (lo que habitualmente se denomina asesoramiento sobre estructura de capital, estrategia industrial y cuestiones afines y que en términos empresariales es denominado fusiones y adquisiciones) y el análisis financiero, fueran actividades libres y sólo sometidas a la ética profesional. Con el paso de los años esta última actividad de análisis ha ido regulándose de forma creciente, si bien como extensión de las normas de abuso de mercado, por la importancia que tiene la actividad en la inducción de inversiones. Por su parte, la actividad de fusiones y adquisiciones ha ido perdiendo su acomodo tradicional en la banca de inversiones para encontrarlo, especialmente por cuestiones fiscales, al menos en España, en el ámbito del capital riesgo.

Por tanto, solo quedaba el asesoramiento sobre inversiones a salvo de una regulación que, como señala la propia Directiva se ha hecho imprescindible ante la complejidad de los mercados y los instrumentos. Las nuevas normas restringen el asesoramiento personalizado, entendiendo por tal al que se presta teniendo en cuenta las circunstancias personales del inversor, y establecen los más altos niveles de protección mediante la aplicación más extensiva del principio de «*Conoce a tu cliente*». Es por ello que estas pesadas cargas han puesto de manifiesto un problema de muy difícil resolución normativa como la distinción entre asesoramiento y comercialización, dado que

la intensidad de la protección es muy distinta. Baste decir en este momento que la aplicación del principio de conoce a tu cliente cuando éste se niega a ofrecer la información requerida tiene consecuencias radicalmente distintas en los dos casos, pues en el ámbito de la comercialización, la falta de información se resuelve con una advertencia de no valoración del producto más adecuado, pero en el ámbito del asesoramiento impide la prestación del servicio. Es de esperar que las normas de rangos inferiores contribuyan a aclarar esta importante asimetría normativa o al menos a minimizar los casos en que se producen dudas.

3.9. Clasificación de los clientes

La otra importante novedad es la clasificación de clientes. Esta clasificación consiste en diferenciar tres tipos de clientes: minoristas, institucionales y contrapartes elegibles, una denominación ésta última importada aunque poco descriptiva de los, que en realidad son, profesionales de alto nivel. La finalidad de esta segmentación no es sino estratificar los distintos niveles de protección necesarios, de forma que los clientes minoristas gocen de la máxima protección frente a las entidades y el supervisor y los demás tipos de inversores se beneficien de la mayor agilidad en su operativa, sin perjuicio de las posibilidades que ofrece la normativa a los distintos tipos de acceder a niveles superiores o inferiores no sólo en distintas entidades sino con respecto a distintos servicios.

Ciertamente la clasificación de los clientes genera unas obligaciones formales inexistentes anteriormente y relativamente costosas, pero también es cierto que esta clasificación existía en la práctica e incluso conceptualmente en el supervisor y el hecho de no disponer de normas que lo avalaran introducía una inseguridad jurídica muy incómoda. Por tanto, lo relevante es que ahora se establecen límites cuantitativos y concretos, difíciles de establecer, pero

una vez establecidos, todo son beneficios y ello a pesar de que los límites no son homogéneos con los establecidos en otras Directivas, como la relativa a folletos de emisión, lo que sin ánimo de crítica, resulta poco justificable pues los objetivos de ambas normas son los mismos. Por ello, pese a los costes iniciales de tal medida, que implicará mantener un registro de la ubicación de cada cliente en cada servicio, parece que a largo plazo la medida será muy efectiva.

La concreción práctica de esta medida es requerir a las entidades, en relación con los inversores catalogados como minoristas, determinadas cautelas relativas a los contratos, a la información pre y postcontractual que permitan que el cliente tenga conocimiento de los riesgos en que incurre. Esta finalidad concuerda perfectamente con otra novedad, no tan original como las dos anteriores, aunque con importantes efectos prácticos cual la concreción del conocido principio de «*Conoce a tu cliente*».

3.10. Test de conveniencia e idoneidad

Desde el año 1993, con el RD 629/1993 en España existe una regulación que hacía hincapié en dar a cada cliente los servicios más oportunos y adecuados a su situación personal cuando se trata de clientes minoristas, ya que de los profesionales se suponen conocimientos y experiencia. La Directiva y la nueva LMV concretan la forma de conseguir este objetivo con los denominados «Test de conveniencia e idoneidad». A pesar de su denominación, esta prueba no tiene por qué ser un test en sentido estricto, sino la valoración de determinadas cualidades del cliente, bien en consulta directa a éste, la fórmula más lógica para el primer contacto, o bien aprovechando los datos que sobre la operativa del cliente puedan obrar en la entidad si se trata de un cliente habitual. Ambos test tienen alcance distinto.

El test de conveniencia tiene por objeto que el cliente acceda sólo a los productos cuyo riesgo comprende o, dicho de forma más técnica, que sean convenientes a sus conocimientos y experiencia inversora. Es importante insistir, dado que al menos en una primera fase ha planteado muchas dudas, que no se trata de restringir el acceso a productos de baja volatilidad o con reducido riesgo de pérdida, sino de que el cliente conozca la naturaleza del riesgo del producto que desea adquirir aunque sea muy alto. Superar el test es necesario en todos los servicios de inversión a excepción del servicio de asesoramiento y gestión de carteras; esto es, en la recepción y transmisión de órdenes, lo que coloquialmente se denomina comercialización. Desde un punto de vista analítico, el test de conveniencia se configura como una matriz en la que se combinan los distintos niveles de conocimientos y experiencia del cliente con los diferentes grados de riesgo de los instrumentos financieros, de forma que a cada nivel de conocimientos y experiencia sean convenientes los activos de un determinado rango de riesgo y, obviamente, todos los inferiores. El test es aplicable a todas las operaciones que haga el inversor ya sea a iniciativa propia o por la acción comercial de la entidad. No obstante, el procedimiento también prevé las distintas vicisitudes que pueden ocurrir en el proceso de intermediación, como el caso en que el cliente no facilite o no se disponga de información suficiente para la evaluación o que el cliente insista en adquirir un producto no conveniente, en cuyo caso la operación se resuelve con transparencia, mediante advertencias previas de que no ha sido posible valorar la conveniencia o de que el producto no es adecuado, pero en todo caso, y esto es importante, la decisión sobre la prestación del servicio y el producto adquirido corresponde al cliente.

Una especialidad relevante es el supuesto en que el servicio prestado es denominado «solo ejecución» y el producto es deno-

minado en términos de la nueva normativa «no complejo». Se trata en definitiva de una excepción a la aplicación de test de conveniencia cuando el riesgo del producto es tan conocido y sencillo que no requiere el coste de evaluar la conveniencia. No obstante, la aplicación de esta excepción se encuentra con un problema práctico de difícil solución ya que exige que la iniciativa de la operación sea tomada por el cliente, es decir, no se aplicará la excepción cuando exista cualquier tipo de actuación comercial de la entidad, algo que, en cualquier caso resulta difícil demostrar. Por ello, el coste de tal demostración es posible que supere el de realización del test, lo que lleva a este supuesto a una aplicación residual.

Por otra parte, la nueva normativa eleva, y mucho, el rango de dos servicios de inversión de creciente importancia en mercados tan complejos e instrumentos tan variados: el asesoramiento y la gestión de carteras. Se trata de servicios, en el primer caso, que han ascendido al rango de la máxima protección ya que hasta ahora, como ya se ha señalado reiteradamente, al menos en España, se trataba de un servicio de prestación libre y, en el segundo, de un servicio muy vinculado a la banca privada. En estos dos servicios se aplica el denominado test de idoneidad que consiste en llevar el conocimiento del cliente a su máxima expresión y, además de exigir valorar los conocimientos y experiencia inversora del inversor, requiere conocer sus objetivos de inversión y su situación financiera. Todo ello para hacer una valoración de los productos más adecuados para conseguir la mejor situación para el cliente. En ambos servicios de inversión la actuación de la entidad que los presta es activa, a diferencia de la intermediación o incluso de la comercialización en que una vez realizada la operación la postura de la entidad es pasiva. El objetivo de este test más completo es que la entidad se provea de la información necesaria para prestar adecuadamente el servicio, por ello, si la entidad no dispone u obtiene la infor-

mación el servicio no se puede prestar. Opta por ello la regulación por la prestación óptima del servicio sin alternativa alguna.

El resto de normas de conducta tales como información contractual, sobre operaciones realizadas, etc. son todas ellas semejantes a las vigentes en España desde mediados de los años 90, por lo que no merecen comentario alguno, aunque sí una lectura detenida. Sin embargo, sí merece al menos una mención el denominado principio de «mejor ejecución» o casi mejor denominado aunque no sea una traducción estrictamente literal «ejecución óptima». Se trata de una extensión del principio general de actuación en el mejor interés del cliente, si bien la normativa lo concreta en la búsqueda de las mejores condiciones para éste en la actuación en su nombre, bien porque la operación se pudiera ejecutar en distintos mercados, lo que recordemos es posible en el entorno MiFID una vez se ha roto el hasta ahora vigente principio de concentración, o bien porque haya otros intermediarios en la cadena necesaria para la ejecución. Es importante señalar que las mejores condiciones para el cliente no solo se limitan a precio y costes de la operación, aunque son los elementos más importantes a considerar, sino que incluye seguridad de la operación, liquidez y todos los elementos que hayan de valorarse en la contratación del mercado.

En conclusión, las nuevas normas de conducta, armonizadas a escala europea, abogan claramente por aumentar los niveles de protección de los inversores. Su característica principal es la búsqueda de soluciones a medida para cada cliente, lo que aumenta el coste de su implantación ante la mayor dificultad de encontrar economías a escala. A cambio aseguran una mayor aproximación al que era su objetivo primordial, y comentado reiteradamente a lo largo de este artículo, contribuir a mejorar la confianza de todos y cada uno de los inversores en el mercado de valores.

4. REGULACIÓN DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Como hemos señalado, este es uno de los ámbitos más directamente afectados por la MiFID. Si bien las modificaciones que se introducen en los mercados primarios son prácticamente inexistentes (ya se encargó de ello la directiva de folletos), las transformaciones en el ámbito de los mercados secundarios son de gran calado. No obstante, no son igualmente relevantes en los distintos segmentos: de todos ellos, el de renta variable (frente a renta fija o derivados) es el más directamente afectado.

Los mercados regulados (traducidos en la LMV como mercados secundarios oficiales) son la forma básica en la que operaban casi todos los mercados secundarios españoles hasta ahora y, en ese sentido, la MiFID introduce pocas novedades. Sin embargo, es en la dinámica general de otras formas de contratación en lo que la MiFID resulta transformadora.

Hasta ahora, la situación de los mercados secundarios de renta variable en Europa (y especialmente en España) mostraba un panorama de especialización de producto y competencia internacional. Es decir, los mercados secundarios en cada país estaban concentrados en un polo de liquidez, típicamente en la bolsa de valores (con ramificaciones regionales de distinto alcance). Dicho polo contaba con reglas de exclusividad o preferencia para lograr que las operaciones sobre acciones se canalizaran a través de las bolsas. El antiguo artículo 36 de nuestra LMV es un ejemplo de ello. Dichos mercados nacionales, en la práctica cuasimonopolios, competían entre ellos internacionalmente, en una carrera por atraer los *listings* de emisores internacionales y por incrementar el volumen transaccional. En ese proceso de competencia se pusieron de manifiesto argumentos para la concentración internacional del sector, que han desembocado en un proceso intenso (y aún probablemente inconcluso) de fusiones

y adquisiciones internacionales ente mercados regulados.

Lo que la MiFID implica es una dinámica distinta. El cambio principal es romper la regla de concentración haciendo que ya no sea necesario canalizar las operaciones por el mercado regulado de cada país, sino que coexistan plataformas y sistemas de negociación alternativos.

La antigua directiva DSI (de 1993, reemplazada por la MiFID) ya establecía el concepto de mercado regulado y ordenaba su funcionamiento. Sin embargo, la MiFID va mucho más allá al establecer un terreno de juego en el que puedan competir libremente distintas modalidades de mercado sobre los mismos instrumentos financieros. Así, se introducen dos figuras: los sistemas multilaterales de negociación (SMNs) y la internalización.

Ni los SMNs ni la internalización son totalmente nuevos en nuestro mercado. Los primeros son plataformas similares a los SON (Sistemas Organizados de Negociación) españoles. La internalización, por su parte, no es distinta del modo actual de funcionamiento de una parte del mercado de renta fija (entre las entidades y sus clientes o entre éstos). Lo que sí es novedoso es la aplicación sistemática, organizada y transparente de criterios comunes que aseguren la competencia entre centros de contratación (*trading venues*). Veamos a continuación las características de cada uno de los nuevos centros de contratación que la MiFID regula.

4.1. Los sistemas multilaterales de negociación

Se define el concepto de sistema multilateral de negociación como un mercado multilateral sujeto a normas de funcionamiento no discrecionales. Probablemente es difícil distinguir mediante la sintaxis de la definición un SMN y un mercado regulado: ambos son mercados, ambos son multilate-

rales, ambos tienen reglas no discrecionales y ambos dan lugar a transacciones y contratos entre las partes. Y desde luego, ambos están regulados (por la propia MiFID). Esa es precisamente la intención de la MiFID: alinear las definiciones al máximo (como reconoce el considerando 6 de la Directiva) para fomentar la competencia entre ambos en términos de negociación.

Un SMN puede presentar dos modalidades, no excluyentes entre sí, en función de que los valores que negocie estén o no admitidos previamente en un mercado regulado. Cuando se trata de una admisión «derivada», adicional a la que ya existe en un mercado regulado, podríamos hablar de plataformas de *trading* en competencia: el mercado regulado y el SMN se presentan ante los participantes del mercado como alternativas en las que canalizar sus órdenes sobre los mismos valores, sin que ello suponga diferencia alguna para los emisores. Cuando se trata de un SMN cuyos valores no tienen ningún «listado» oficial previo, el papel del SMN es ofrecer a los emisores (no a los intermediarios) un mecanismo de cotización menos oneroso y exigente del que trazan los mercados regulados. Por el contrario, ofrece a los inversores menor protección y transparencia que las que ofrece un mercado regulado, como veremos a continuación. Por esta razón, muchos han usado el término *quality seal* (sello de calidad) para referirse al plus de transparencia, protección frente al abuso de mercado e información pública que los mercados regulados ofrecen a los inversores.

Paradójicamente, la diferencia clave entre mercados regulados y SMNs no se encuentra en la MiFID, sino en las demás directivas –previas en su mayoría– del Plan de acción para los servicios financieros (PASF). Así, la directiva de Transparencia (2004) establece obligaciones de comunicación a los emisores cuyos valores estén en mercados «regulados»; la Directiva de Folletos (2003) regula las condiciones de emisión de valores

que se admitan a negociación en mercados «regulados» y la Directiva de Abuso de Mercado (2003) establece las conductas ilícitas sobre valores negociados en mercados «regulados». Es decir, son otras directivas, y no la MiFID, las que explican la principal diferencia entre un mercado regulado y un SMN. Básicamente, los emisores de valores que optan por listar sus valores en un SMN en lugar de en un mercado regulado no tienen obligaciones de transparencia ni de folleto de emisión (salvo que ofrezcan al público la emisión).

Quizás lo más sorprendente de las diferencias regulatorias de mercados regulados y SMNs sea la aplicación exclusiva de la Directiva de Abuso de Mercado (artículo 9) a los valores admitidos en mercados regulados. Desde un punto de vista teórico, resulta probablemente razonable establecer dos niveles de información pública (transparencia y folletos) entre mercados regulados y SMNs. Sin embargo, resulta chocante que la utilización de información privilegiada y la manipulación de las cotizaciones de un mercado sean conductas, según el esquema regulatorio comunitario, prohibidas sólo en valores admitidos en mercado regulado. La extrañeza proviene del hecho de que el abuso de mercado, a diferencia de los requisitos de información y transparencia, atenta directamente contra los inversores y participantes, causa perjuicios económicos concretos y empaña la integridad del mercado. Por ello, algunos países, como España, han optado por extender a los SMNs algunas de las prohibiciones referentes a manipulación de mercado e *insider trading* de las que gozan los mercados regulados. El capítulo II del título VII de la LMV no distingue –salvo excepciones y posibilidades de desarrollo reglamentario– entre los distintos tipos de mercado a la hora de declarar ilícitas ciertas conductas (manipulación de precios, difusión de información engañosa, uso de información privilegiada) o establecer obligaciones a los emisores e intermediarios para prevenirlas. Así,

en nuestro país, un SMN es un mercado alternativo a uno regulado en materia de requisitos informativos: no uno que pueda manipularse con impunidad o que ofrezca a los iniciados (*insiders*) un campo de juego libre donde operar.

Los SMN son el paradigma de los «mercados alternativos» como el Alternative Investment Market (AIM) británico o el Alternext francés: diseñados para albergar valores de compañías de pequeña y mediana capitalización cuyas estructuras no soportan fácilmente los costes que la regulación impone a los emisores de valores negociados en mercados regulados.

Por supuesto, la MiFID contiene varios requisitos que los SMNs deben cumplir, tanto en su proceso de autorización inicial, su organización o la operativa de las transacciones que en ellos se concluyen, que han supuesto un nuevo título (el XI) a la LMV. No entraremos aquí a describirlos en detalle, pero el espíritu de los mismos es, por una parte, asegurar la idoneidad de su estructura y reglamento y, por otra, garantizar la transparencia (previa y posterior a la negociación) de las transacciones.

4.2. Requisitos de transparencia de la negociación

El problema de la transparencia, entendida en el sentido de la difusión de precios y volúmenes de las operaciones ejecutadas en el seno de un mercado o sistema, es un punto central de los cambios introducidos en la LMV a raíz de la MiFID. La premisa básica consiste en que es imposible asegurar la competencia entre centros de contratación (*trading venues*) si no se asegura un nivel mínimo de difusión a las condiciones (precio, volumen) que cada uno ofrece. Todo ello tiene una vertiente llamada pretransparencia, que se refiere al conocimiento por el mercado de las cotizaciones ofrecidas por los participantes del mercado, imprescindible para permitir un acceso

claro, no discriminatorio y eficiente a los inversores y participantes del mercado. El concepto de post-transparencia se refiere a la publicación de las características (hora, precio y volumen) de las transacciones reales; operaciones efectivamente cruzadas. Se establece asimismo un régimen de demora admitida en la publicación de dichos datos para evitar que las posiciones adoptadas por una entidad, al hacerse públicas en tiempo real, puedan ser aprovechadas por los demás participantes del mercado para adoptar estrategias de *trading* en su contra. Dichas demoras, como establece el Anexo II del reglamento 1287/2006, son inversamente proporcionales a la liquidez del valor y directamente proporcionales al tamaño de cada transacción.

La LMV recoge (apoyada por el Reglamento 1287/2006) una serie de requisitos de información que los SMNs y los mercados regulados deben ofrecer respecto a las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado. Básicamente, la publicación continuada de precios de compra y venta y del volumen de las posiciones existentes a dichos precios. Nótese que dichas obligaciones se limitan, en principio (salvo desarrollo por Orden Ministerial) a un subconjunto reducido de instrumentos financieros: aquellos en los que los SMN y los mercados regulados compiten entre sí y sólo en la categoría de renta variable.

La exclusión que la MiFID plantea respecto a la renta fija, al apartarla de las categorías de activos que cuentan con obligaciones de pre- y post-transparencia, ha sido objeto de debate reciente en los distintos niveles de las instituciones europeas y de la comunidad de supervisores del mercado de valores⁴. La cuestión esencial, que la MiFID dejó abierta y sujeta a un informe específico de la Comisión Europea, es hasta qué punto la extensión al mercado de bonos de las obligaciones de transparencia podría afectar negativamente a su liquidez. El argumento central de esa discusión lo configura

el peculiar carácter bilateral y descentralizado de los mercados de bonos, guiados por precios (*quote-driven markets*) a diferencia de los principales mercados electrónicos de acciones, guiados por órdenes (*order-driven markets*). De momento, la conclusión de dicho debate se inclina hacia no extender las obligaciones de transparencia a la renta fija. Sin embargo, la reciente crisis de las *sub-primes* ha puesto en evidencia cómo la transparencia (aunque sea mínima) de los mercados de valores pueden suponer un factor muy relevante y útil en momentos de incertidumbre sobre el valor razonable de un activo.

Antes de pasar a tratar la cuestión de las demás formas de contratación establecidas en la LMV por virtud de la MiFID, puede ser útil recalcar los pilares del paradigma de competencia entre centros de negociación y su lógica implícita. Si el objetivo es la competencia entre centros (pilar 1), deben existir mecanismos que procuren que las órdenes se canalicen hacia aquellos centros que ofrezcan mejores condiciones. Aquí surge el principio de «mejor ejecución» (pilar 2), en el que no entraremos en esta sección pero que persigue asegurar las mejores condiciones de ejecución posible para las órdenes de los clientes, en términos de precio, posibilidad de ejecución, rapidez y otras. Pero, siguiendo la lógica de la MiFID, no es posible evaluar la calidad de la ejecución (lo que a su vez permitirá elegir entre centros en competencia) sin conocer los «resultados» de cada mercado para cada instrumento financiero (transparencia, pilar 3). Por tanto, la transparencia es concebida como un instrumento para procurar optimizar la calidad de ejecución y asegurar una competencia justa entre mercados, sistemas y plataformas de contratación.

⁴ Véase Olea F., «Efectos de la Transparencia en el mercado de bonos: el debate europeo», Boletín Trimestral, III Trimestre, 2007. CNMV

4.3. La internalización

A pesar de que el debate sobre los cambios introducidos en la LMV por la MiFID se centre habitualmente en la posible competencia de SMNs y mercados oficiales, posiblemente el cambio más relevante en este ámbito sea la consagración de la internalización. Ésta consiste en las transacciones efectuadas entre una ESI o entidad de crédito y sus clientes, actuando aquella por cuenta propia o entre los clientes de la misma sin intervención de un mercado secundario. En este caso, más que hablar de intermediación financiera (trasladar la orden a un mercado) hablamos de operativa directa. La internalización puede ser ocasional o sistemática, cuando la entidad dedica medios estables a dicha actividad, realizándola de forma frecuente, organizada y sistemática. En este caso, la LMV establece una serie de requisitos y obligaciones para el desarrollo de esta actividad sobre acciones, en materia de transparencia, ejecución de las órdenes y tratamiento de los clientes.

Las principales precauciones en materia de transparencia procuran equiparar la difusión de cotizaciones (pre-transparencia) y la publicación de operaciones (post-transparencia) de los internalizadores sistemáticos a las que las acciones líquidas tienen en mercados regulados y SMNs. Del mismo modo, se les aplica el deber de mejor ejecución, para evitar que la ejecución fuera de mercados secundarios (oficiales o no) suponga un perjuicio para los clientes.

Es complejo prever el grado de desarrollo de este modelo de negociación en España en los próximos años, pero parece claro que supone una actividad potencialmente atractiva para grandes entidades con carteras amplias de clientes, no tanto por la posibilidad de mejora de precios por la concentración de la liquidez sino por la vertiente de ahorro de costes de transacción. Quizás el aspecto más interesante a medio plazo de este tipo de contratación radica en

la internalización «no sistemática», sujeta a muchas menos obligaciones de transparencia y abierta a una panoplia muy amplia de instrumentos financieros. En este caso, de nuevo, la obligación de procurar la mejor ejecución para los clientes resulta clave para el funcionamiento correcto del mercado de valores. Para que sea factible la operativa por cuenta propia o entre clientes al margen de un mercado organizado será necesario habilitar cuanto antes canales de comunicación directos entre los intermediarios financieros y el depositario central de valores para poder liquidar este tipo de operaciones.

4.4. Implicaciones en la supervisión: la comunicación de operaciones

Una consecuencia directa de la multiplicidad de modalidades de contratación que se abre con la reforma de la LMV es la necesidad de mantener la unidad de supervisión sobre el mercado, sea cual sea la forma de contratación. Para ello, la MiFID (y con ella la LMV) establece la obligación de las entidades autorizadas a operar por cuenta propia o ajena de comunicar al supervisor del mercado todas las operaciones de compra-venta que hayan ejecutado. Dicha obligación, que la MiFID establece, como mínimo, en las operaciones sobre valores admitidos a negociación en mercados regulados, ha sido ampliada en varios países (entre ellos España) a las operaciones sobre otros instrumentos financieros. Así, la LMV la establece para todos los instrumentos financieros enumerados en el artículo 2 de la Ley, salvo las participaciones en Instituciones de inversión colectiva (IIC) no cotizadas. La lógica de esta ampliación radica en la íntima conexión de algunos instrumentos, como por ejemplo los contratos por diferencias (CFDs), *equity swaps* u opciones negociadas fuera de mercado (OTC), sobre los precios y la actividad de los mercados regulados.

Para asegurar que el supervisor de un mercado obtiene y centraliza la información que, en los mercados europeos, se genera sobre los valores de dicho mercado, se establecen obligaciones de envío de información a las comisiones de valores de los países de la UE.

Estas nuevas obligaciones de información (a cumplimentar, como máximo, el día hábil siguiente a la ejecución) se extienden a todas las compras y ventas a vencimiento, independientemente de dónde (dentro o fuera de los mercados regulados o SMNs) han sido ejecutadas o de cuál es la nacionalidad del emisor. Desde la aprobación del Real Decreto 217/2008, la comunicación de operaciones por cuenta ajena debe incluir la identificación de los clientes por cuenta de los cuales se realiza la operación.

5. CONCLUSIONES

La Directiva MIFID es seguramente uno de los acontecimientos más importantes de la primera década del siglo XXI en el ámbito de la regulación financiera. En realidad, no se trata más que de una mejora, una segunda versión mejorada, de una de las Directivas a las que sustituye, la Directiva de Servicios de Inversión. Sin embargo, la sustitución es del tal calado que apenas se recuerda la Directiva original.

Aunque la MIFID, entendida en toda su extensión normativa, es decir niveles 1, 2 y 3 aborda cambios estructurales en la arquitectura del mercado de valores y junto con

otras como la Directiva bancaria, en la estructura en la que se asienta el sistema financiero, hay dos aspectos especialmente relevantes y que deben ser analizados por separado en un mismo momento, como la ruptura del principio de concentración, en lo que se refiere a los mercados; y un nuevo enfoque para abordar la protección de los clientes, en el ámbito de la prestación de servicios.

Más allá de describir las implicaciones estructurales que la Directiva tiene en el mercado de valores español, es preciso interrelacionarlas, de forma que esta gran reforma se vea incardinada en un proceso evolutivo más amplio y se comprendan de mejor manera sus efectos reales sobre la estructura del moderno mercado español de valores. Aspectos como los cambios en los requisitos organizativos de las entidades que prestan servicios, con sus importantes novedades, especialmente en el ámbito del control o en las relaciones con clientes que, pese a ser importadas del régimen europeo tienen, su inspiración en las normas españolas de los años noventa, determinarán el éxito o fracaso del mercado de valores español en los próximos años. Por otra parte, los cambios estructurales en los mercados, como la existencia de sistemas multilaterales de negociación o internalizadores sistemáticos compitiendo con los mercados oficiales, así como las reglas de *pre* y *post* transparencia determinarán el funcionamiento comparado de nuestros mercados en un contexto de competencia extrema.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AVGOULEAS, E. (2004): «The New EC Financial Markets Legislation and the Emerging Regime for Capital Markets», *Yearbook of European Law* 2004, 321.
- COMISIÓN EUROPEA, (2006): Directiva 2006/73/ EC. *Official Journal of the European Union*.
- 2006: Reglamento 1287/2006. *Official Journal of the European Union*.
- FERRARINI, G. y RECINE, F. (2006): «The MiFID and Internalisation», *Investor Protection in Europe*, Oxford University Press, Oxford. HARRIS, L.E. (2002): *Trading and exchanges*, Oxford University Press, Oxford.
- LEVITT, A. (2000): «Best Execution, Price Transparency and Linkages: Protecting the Investor Interest», *Washington University Law Quarterly*, 78, 513-8.
- NELSON, P. (2008): *Capital markets Law and compliance: the implications of MiFID*, Cambridge University Press.
- STOLL H.R. (2002): «Market fragmentation» en *Financial Analysts Journal*, 57, 4, 1620
- 2003: «Market Microstructure» en CONSTANTINIDES G., HARRIS M. Y STULZ R., *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier/North-Holland, Amsterdam. UNIÓN EUROPEA, (2004): Directiva 2004 /39/EC. *Official Journal of the European Union*.

La clasificación y la evaluación de los clientes-inversores en la reforma de la Ley del Mercado de Valores

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, ha modificado la Ley del Mercado de Valores, con el propósito de incorporar la Directiva 2004/39/CE, MiFID. Esta reforma introduce importantes cambios en la estructura de los mercados de valores y en la organización y actividad de las empresas de servicios de inversión. Se incrementa la protección del cliente mediante el desarrollo de un importante conjunto de deberes. Para dar la protección adecuada al cliente habrá que partir del conocimiento del mismo. El primer paso para ello será la clasificación de los clientes y de los clientes potenciales en distintas categorías según las necesidades de protección: minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. El segundo paso será la obtención de información sobre los clientes mediante la evaluación de idoneidad o la evaluación de conveniencia, en función de los distintos servicios de inversión.

Abenduaren 19ko 47/2007 Legeak Baloreen Merkatuari buruzko Legea aldatu egin du, 2004/39/EE, MiFID Zuzentaraua gehitzeko helburuarekin. Erreforma honek aldaketa garrantzitsuak sartu ditu baloreen merkatuen egituran eta inbertsio-zerbitzuetako enpresen antolamendu eta jardueran. Bezeroaren babesa gehitu egin da betebeharrak multzo handi bat garatuz. Bezeroari babes egokia emateko, bezero bera ezagutzetik hasi beharko da. Horretarako lehen urratsa bezeroak eta bezeroak izan litezkeenak babes beharren arabera mailatan sailkatzea izango da: txikizkariak, profesionalak eta aurkako alderdi hautagarriak. Bigarren urratsa bezeroei buruzko informazioa lortzea izango da, egokitasunaren ebaluazioaren eta komenientziaren ebaluazioaren bitartez, inbertsio-zerbitzuen arabera.

The Ley 47/2007, of the 19th of December, modified the Ley del Mercado de Valores for the purpose of incorporating the Directive 2004/39/CE, MiFID. This reform introduced significant changes to the structure of the Securities Market and the organization and activity of investment firms. Client protection is increased through the development of significant duties. In order to provide adequate protection, it is necessary to have complete information about the client. The first step was the classification of clients and potential clients into various categories according to the protection requirements: retail clients, professional clients and eligible counterparties. The second step was the acquisition of client information through an assessment of suitability or an assessment of appropriateness, regarding the investment services.

ÍNDICE

1. Consideraciones introductorias
 2. El «conoce a tu cliente» dentro de las normas de conducta en los ordenamientos comunitario y español
 3. Elementos subjetivos de la clasificación y de las evaluaciones
 4. La clasificación de los clientes
 5. La evaluación de los clientes
 6. Consideraciones finales
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: inversor, clasificación, idoneidad y conveniencia

Keywords: investor, classification, suitability, appropriateness

Nº de clasificación JEL: K22

1. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, publicada el 20 de diciembre de 2007, incorpora al ordenamiento español, con un apreciable retraso, la Directiva 2004/39/CE del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, conocida por su acrónimo MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*). La transposición de esta Directiva al ordenamiento nacional supone la introducción de cambios sustanciales en la regulación de la estructura de los mercados de valores y en el régimen jurídico de las entidades que prestan servicios de inversión, tanto en su organización como en su actividad. Para contemplar la dimensión de la normativa MiFID hay que tener presente que la Direc-

tiva mencionada ha sido desarrollada por dos disposiciones de fecha 10 de agosto de 2006: el Reglamento (CE) 1287/2006 y la Directiva 2006/73/CE, esta última incorporada a nuestro ordenamiento por vía reglamentaria (RD 217/2008, de 15 de febrero).

Esta Ley 47/2007 tiene como objetivos principales los siguientes: 1º la modernización de los mercados de valores mediante el reconocimiento de distintos sistemas para la ejecución de operaciones (los sistemas multilaterales de negociación y de internalización sistemática), la incorporación de nuevos instrumentos financieros negociables, la ampliación de los servicios de inversión (el asesoramiento en materia de inversión y la gestión de sistemas multilaterales de negociación y dos nuevos servicios auxiliares) y la introducción de una nueva clase de empresa de servicios de inversión (la empresa de asesoramiento financiero);

*Este trabajo ha sido realizado en el marco del proyecto financiado SEJ2007 – 63752/JURI.

2º el refuerzo de las medidas dirigidas a la protección de los inversores; 3º la adaptación de los requisitos de organización y financieros de las entidades que prestan servicios de inversión, y 4º la mejora de las potestades supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) y la potenciación de los instrumentos para fomentar la cooperación nacional e internacional entre supervisores.

En los últimos años se ha producido un importante aumento en el número y en la diversidad de los inversores que acceden a los mercados de valores, al tiempo que han surgido una gran variedad de servicios e instrumentos financieros, muchos de ellos especialmente complejos y sofisticados. El legislador es consciente del desequilibrio que se deriva de la concurrencia en mercados cada vez más abiertos, especializados, complejos y competitivos de entidades muy profesionales junto a pequeños inversores, estos últimos generalmente con conocimientos limitados de las operaciones y de los productos en los que invierten y de los riesgos en que incurren. Ante estas circunstancias, se hace imprescindible reformar y fortalecer los sistemas de protección del inversor, estableciendo y desarrollando un conjunto de deberes que han de cumplir las entidades que prestan servicios de inversión. Este reforzamiento de la protección del cliente no debe plasmarse en un nivel único y homogéneo, sino que ha de reconocerse la realidad existente en los mercados financieros estableciendo distintos grados de protección, en función de los perfiles del inversor. La graduación de regímenes protectores no sólo favorece a los más necesitados de protección, sino que también beneficia a aquéllos que les es innecesaria, pues el exceso de medidas tuitivas puede incluso lesionar sus intereses, ya que cuando menos éstas suponen trámites burocráticos, con sus inevitables costes y dilaciones.

Para adecuar la protección a la naturaleza, características y circunstancias de los inversores, es necesario partir de su conocimiento. Los legisladores comunitario y nacional han asumido este reto y han lanzado el mandato que se sintetiza en el lema «conoce a tu cliente», llevando a cabo su regulación en su sede natural, que es la de las denominadas «normas de conducta», y en concreto aquellas que son aplicables a quienes prestan servicios de inversión.

Para realizar esta labor se utilizan dos herramientas, la primera es la clasificación de los clientes, la segunda, la evaluación de los mismos. Ambos procedimientos son deberes instrumentales para las entidades que prestan servicios de inversión, pues se configuran como el punto de partida para el desarrollo del resto de deberes dispuestos para proteger al cliente-inversor.

Las entidades que presten servicios de inversión deben clasificar a los clientes efectivos o potenciales en función de la experiencia, conocimiento y cualificación que tengan, para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar sus riesgos. La Ley reconoce tres categorías de inversores: minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. A cada categoría le corresponde un nivel de protección.

De igual manera estas entidades deben asegurarse en todo momento de disponer de toda la información necesaria sobre sus clientes para poder recomendarles los servicios de inversión e instrumentos financieros que más les convengan o para evaluar si el servicio o producto de inversión les es adecuado. La obtención se llevará a cabo mediante la realización de unas evaluaciones de idoneidad o de conveniencia al cliente, en función de los distintos servicios de inversión.

Este trabajo tiene por objeto el estudio de las nuevas disposiciones introducidas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de

Valores (en adelante, LMV), y desarrolladas reglamentariamente por el RD 217/2008, de 15 de febrero, que tienen como propósito el que las entidades que prestan servicios de inversión conozcan al cliente-inversor para así poderle dar un mejor servicio acorde con sus intereses.

2. EL «CONOCE A TU CLIENTE» DENTRO DE LAS NORMAS DE CONDUCTA EN LOS ORDENAMIENTOS COMUNITARIO Y ESPAÑOL

2.1. El «conoce a tu cliente» dentro de las normas de conducta en el ordenamiento comunitario

La Directiva 93/22/CEE, del Consejo de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (ISD, *Investment Services Directives*), tenía por objeto armonizar los requisitos de autorización inicial y de funcionamiento de las empresas de inversión, así como enunciar las «normas de conducta» que debían observarse en todo momento y en cuya aplicación habría de tenerse en cuenta, en su caso, el carácter profesional de la persona a la que se prestaba el servicio. En estas normas se disponía la obligación de las empresas de inversión de «informarse de la situación financiera de sus clientes, su experiencia en materia de inversiones y sus objetivos» en relación con los servicios solicitados (art. 11.1 y 3).

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), aprobado por la Unión Europea el 11 de mayo de 1999, contemplaba un amplio conjunto de medidas encaminadas al establecimiento de un marco jurídico común para unos mercados financieros integrados. Dentro del epígrafe «Objetivo estratégico 1: un mercado mayorista único en la Unión Europea», se encontraba la medida consistente en efectuar una amplia

revisión de la Directiva 93/22/CEE del Consejo con objeto de lograr unos mercados de servicios de inversión integrados y eficientes.

De entre los documentos elaborados con el propósito de analizar la revisión de esa Directiva destaca, a los efectos de este trabajo, el presentado en abril del 2002 por el Comité Europeo de Reguladores de Mercados de Valores (*Committee of European Securities Regulators*, en adelante CESR), titulado *EU Regime of Investor Protection: the Harmonization of Conduct of Business Rules* (CESR/01-014d), que contenía normas y reglas de conducta dirigidas a la protección de inversores no profesionales (*retail investor*). Entre ellas recogía la idea sintetizada en la expresión «conoce a tu cliente» (*know your costumer*), para así poder prestarle el servicio y la protección adecuada. Este documento se completó en junio de 2002 con otro titulado *A European regime of investor protection. The professional and de counterparty regimes* (CESR/02-098b), que estaba dirigido a los profesionales y a las contrapartes elegibles. De esta manera, quedaba plasmada la necesidad de clasificar los clientes en distintas categorías, que posteriormente sería recogida en la Directiva 2004/39/CE.

La Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, es una disposición desarrollada y aprobada por el procedimiento Lamfalussy. Esta técnica legislativa se basa en la segmentación de la producción normativa en cuatro niveles: el nivel 1 es de principios «marco»; el nivel 2 es de medidas técnicas de ejecución; el nivel 3 es de cooperación entre reguladores y supervisores, de la que resul-

tan guías y recomendaciones, y el nivel 4 tiene como fin velar por la correcta aplicación y ejecución. La Directiva 2004/39/CE es una norma de nivel 1, por lo que en ella se enuncian principios «marco» de ámbito general.

La Directiva 2004/39/CE supone un cambio trascendental en la configuración y estructura de los mercados financieros en Europa y en el modo en el que sus participantes se organizan y actúan en ellos. En este último aspecto, la Directiva tiene como objetivo regular los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión y sus normas de conducta, entre las que destacan aquellas dirigidas a la protección del inversor. Éstas a su vez parten de la base de que es necesario distinguir distintas categorías de clientes y de que es imprescindible la obtención de información sobre los clientes efectivos y potenciales para prestarles los servicios adecuados.

La Sección 2, del Capítulo II, del Título II, de la Directiva 2004/39/CE se denomina «Disposiciones para garantizar la protección del inversor» y comprende los artículos del 19 al 24, ambos inclusive. De especial interés para nuestro tema de estudio son el artículo 19 cuyo epígrafe es «Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes» y el artículo 24 dedicado a las «Operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles». Además la Directiva recoge un Anexo II, que se titula «Clientes profesionales a los efectos de la presente Directiva». Este Anexo incluye, en primer lugar, una definición de cliente profesional y a continuación dos secciones: la primera contiene las categorías de clientes que se consideran profesionales *per se* y la segunda se dedica a los clientes que pueden ser tratados como profesionales si lo solicitan, detallando los «criterios de identificación» y el «procedimiento» de solicitud y de concesión.

Para asegurar la necesaria protección de los inversores y la aplicación uniforme de las «normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes», la Directiva 2004/39/CE dispuso que la Comisión debía adoptar «medidas de ejecución» (nivel 2 del procedimiento *Lamfalussy*) que garantizaran el cumplimiento de los principios que se habían establecido, atendiendo entre otras cuestiones al carácter minorista o profesional del cliente o posible cliente (art. 19.10.c Directiva 2004/39/CE).

Los plazos que se establecían por la Directiva 2004/39/CE para la incorporación de su contenido a los ordenamientos nacionales fueron ampliados por la Directiva 2006/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril de 2006, que señaló el 31 de enero de 2007 como fecha para que los Estados miembros adoptaran las medidas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la Directiva 2004/39/CE y el 1 de noviembre de 2007 como fecha a partir de la cual debían aplicarse las correspondientes disposiciones.

La Comisión, en cumplimiento del mandato señalado anteriormente, desarrolló la Directiva 2004/39/CE mediante dos disposiciones (nivel 2 del procedimiento *Lamfalussy*), de la misma fecha: la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva, y el Reglamento (CE) 1287/2006, de la Comisión de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instru-

mentos financieros y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

El Reglamento (CE) nº 1287/2006 contiene disposiciones relativas al mantenimiento de registros, a la información sobre las operaciones, a la transparencia y a los derivados sobre materias primas. Estas cuestiones se desarrollan mediante esta clase de instrumento normativo entre otras razones para reforzar la consolidación del mercado único.

La Directiva 2006/73/CE se configura como una Directiva «de máximos», pues dispone que los ordenamientos nacionales no deben añadir normas vinculantes suplementarias al incorporar y aplicar las normas en ella establecidas, excepto cuando ésta así lo prevea de manera expresa.

Del articulado de la Directiva 2006/73/CE, merecen destacarse, a los efectos de este trabajo, los siguientes preceptos con sus correspondientes epígrafes: artículo 28 «Información referente a la categorización de los clientes»; artículo 35 «Evaluación de la idoneidad»; artículo 36 «Evaluación de la conveniencia»; y artículo 37 «Disposiciones comunes para la evaluación de la idoneidad o conveniencia». A lo largo de la Directiva de forma generalizada aparecen diferencias en el régimen protector de los clientes atendiendo a sus distintas categorías. Estas especialidades de régimen serán enunciadas más adelante al tratar sobre la trascendencia de la clasificación de los clientes.

Para cumplir lo dispuesto en la Directiva 2006/73/CE, los Estados miembros debían adoptar y publicar las correspondientes disposiciones a más tardar el 31 de enero de 2007 y debían aplicar dichas disposiciones a partir del 1 de noviembre de 2007.

Aprobadas las normas de segundo nivel, el siguiente paso según el procedimiento Lamfalussy consiste en la elaboración de

guías, recomendaciones de interpretación de la norma y estándares comunes (nivel 3). El CESR, en el que participa activamente la CNMV, ha publicado el 29 de mayo de 2007 recomendaciones y criterios interpretativos homogéneos en aspectos claves, como son: el pasaporte comunitario, la comunicación de transacciones, el principio de mejor ejecución y los incentivos. Las recomendaciones y guías orientativas carecen de valor normativo.

2.2. El «conoce a tu cliente» dentro de las normas de conducta en el ordenamiento español

La LMV supuso un cambio radical en la concepción de los mercados de valores en España y entre sus objetivos se encontraba acercar esos mercados a los inversores. En su Exposición de Motivos se destacaba la importancia y la novedad que tenía el recoger unas normas mínimas de conducta de cuantos operaran con los mercados de valores, encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores sobre las entidades. Desde entonces, estas «normas de conducta» han adquirido progresivamente mayor importancia, extensión, complejidad y concreción. El Título VII de la Ley del Mercado de Valores lleva el epígrafe de «Normas de conducta» y su articulado ha sido modificado con asiduidad y ampliado notablemente. En este Título se han recogido un conjunto heterogéneo de disposiciones, en el que se mezclan normas de diferente ámbito. A su vez, dispersos por la Ley aparecen preceptos que recogen aspectos relacionados con la protección del inversor.

Las normas de protección de los inversores se agruparon en un único texto reglamentario: el RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. Esta normativa incluía un anexo, denominado

«Código general de conducta de los mercados de valores», cuyo artículo 4, que se encabezaba con la denominación «Información sobre la clientela», disponía que las entidades debían solicitar de sus clientes «la información necesaria para su correcta identificación, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando esta última sea relevante para los servicios que se vayan a proveer». Este deber fue desarrollado por una Orden de 7 de octubre de 1999 y por la Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV.

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, incorporó en los preceptos del Título VII de la LMV reglas que posteriormente aparecieron recogidas definitivamente en la Directiva 2003/6/CE, de 3 de diciembre de 2002, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Esta Ley, en lo que aquí interesa, reforzó la transparencia, mejoró la tipificación de conductas que suponen abuso de mercado, como el tráfico de información privilegiada y las prácticas de manipulación de las cotizaciones, y estableció deberes que afectan a los analistas de inversiones.

Por el RD-Ley 5/2005, de 11 de marzo, se adicionó a la LMV el artículo 30 bis dedicado a la «Oferta pública de venta o suscripción de valores», que entre otras cuestiones dispone que determinadas ofertas de valores no tienen la obligación de publicar un folleto y que, por tanto, no se las ha de considerar ofertas públicas. Entre esas ofertas de valores se señalan las dirigidas exclusivamente a «inversores cualificados» y otras que también ponen de manifiesto, aunque de forma indirecta, la capacidad económica del inversor. La figura del «inversor cualificado» deriva de la incorporación a nuestro ordenamiento de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del

Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (art. 2.e y f y art. 3.2.a). El desarrollo reglamentario de esta materia está recogido actualmente en el RD 1310/2005, de 4 de noviembre. En él se contiene un sistema de identificación del «inversor cualificado» que es parcialmente coincidente con el sistema de delimitación de la figura del «cliente profesional» (arts. 38 y 39), que más adelante se analizará.

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores tiene como objeto principal trasponer dos Directivas Comunitarias: en primer lugar, la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y en segundo lugar, la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, que, a su vez, incorporó a la legislación comunitaria el Acuerdo de Capital de Basilea II de 2004. Hay que tener presente que a efectos de la normativa MiFID, la Ley 47/2007 ha incorporado tan solo determinados aspectos muy concretos regulados en la Directiva 2006/73/CE y que el resto se han traspuesto a través del correspondiente desarrollo reglamentario de la LMV.

Uno de los objetivos principales de la Ley 47/2007 es reforzar la protección de los inversores ante los importantísimos cambios que se llevan a cabo en la estructura de los mercados de valores. Esta finalidad se refleja con especial relieve en las modificaciones que se introducen en el Título VII, en el que se diferencia un Capítulo I, dedicado específicamente a las «Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión» y en el que se encua-

dran artículos de especial interés a los efectos de este trabajo, como son: el artículo 78 bis, «Clases de clientes», que categoriza a los clientes en profesionales y minoristas; el artículo 78 ter, «Operaciones con contrapartes elegibles», que enumera quienes pueden tener esta categoría y para qué servicios de inversión es aplicable, y, por último, el artículo 79 bis, «Obligaciones de información», que recoge en sus apartados del 5 al 8 la regulación de las evaluaciones de idoneidad y de conveniencia y las operaciones exentas de evaluación.

La Ley 47/2007 ha previsto que las entidades que presten servicios de inversión deben adaptar sus estatutos, programas de actividades y reglamentos internos de conducta a lo dispuesto en esta Ley y «en su normativa de desarrollo» en el plazo de seis meses a partir de la entrada en vigor de la Ley, que fue al día siguiente de su publicación en el BOE, hecho que se produjo el 20 de diciembre de 2007 (DT Primera y DF Sexta).

La labor para implantar esta Ley por parte de los sujetos implicados en la misma comenzó antes de su publicación con las incertidumbres que ello encierra; la CNMV había remitido un escrito de fecha de 17 de julio de 2006 a todas las entidades españolas afectadas por la Directiva, señalando las implicaciones de la misma e instando a elaborar un plan de adaptación a dichos cambios. A efectos de este trabajo, hay que recordar que hace algunos años, la CNMV inició planes específicos de supervisión de la comercialización de productos financieros, basados en una aplicación coherente y responsable del principio «conoce a tu cliente».

La CNMV, en colaboración con el Banco de España, ha promovido la creación de un Grupo de Expertos sobre Intermediación Financiera (GEIF), integrado por representantes designados por las asociaciones del

mercado (AEB, CECA, Asociación Española de Cajas Rurales, Unión Nacional de Cooperativas de Crédito, Sociedad Gestora de FOGAIN e INVERCO) con el objetivo de conocer las opiniones y problemas que supone la adaptación de las entidades financieras españolas a la normativa MiFID. La CNMV se ha comprometido a ir haciendo pública una lista con criterios generales que permitan clarificar cuestiones y temas objeto de debate.

El 31 de octubre de 2007 la CNMV presentó a consulta pública un documento con el título «*Preguntas y respuestas sobre aplicación práctica de la MiFID*», que contiene unas pautas generales que, aunque sin valor normativo, tienen por objeto facilitar la implantación y adaptación de las entidades a las reformas que se introducen en la LMV. En este documento, entre otras cuestiones, se analizan el «test de idoneidad» y el «test de conveniencia».

La incorporación a nuestro ordenamiento de la Directiva 2006/13/CE se ha completado mediante la aprobación del RD 217/2008, de 15 de febrero, que aborda el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. Su Título IV se dedica a las «Normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión».

3. ELEMENTOS SUBJETIVOS DE LA CLASIFICACIÓN Y DE LAS EVALUACIONES

3.1. Sujetos obligados a clasificar y a evaluar

La Ley del Mercado de Valores establece los deberes de clasificar y de evaluar a los clientes en el capítulo I del Título VII. Este

capítulo denominado «Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión» comienza con un artículo, el 78, cuyo epígrafe es «Sujetos obligados», en cuyo texto se dispone que quienes presten servicios de inversión deben respetar las normas de conducta contenidas en este capítulo y en su correspondiente desarrollo.

Los sujetos obligados a clasificar a los clientes aparecen mencionados en dos preceptos, pues como más adelante estudiaremos, la Ley primero establece una clasificación binaria de clientes (minoristas y profesionales) y posteriormente introduce una categoría denominada contrapartes elegibles. La primera clasificación está recogida en el artículo 78 bis, titulado «Clases de clientes» y en él se señala que el deber de clasificar les corresponde a «las empresas de servicios de inversión» y «a las demás empresas que presten servicios de inversión». Cuando la Ley se refiere a la categoría de contrapartes elegibles, se identifica al sujeto clasificador mediante la utilización de una expresión que sintetiza las anteriores: «empresas que presten servicios de inversión» (art. 78 ter.2 LMV), aunque sería más correcto decir entidades en vez de empresas (en este sentido art. 61 RD 217/2008).

Los sujetos obligados a evaluar a los clientes son mencionados en los apartados del 5 al 8 del artículo 79 bis.1. A lo largo de estos apartados no se utiliza un criterio único para identificarlos; pues se señalan como sujetos obligados a «las entidades que prestan servicios de inversión» o simplemente a «la entidad» en relación con el deber de conocer al cliente (ap. 5), con el deber de evaluar la idoneidad (ap. 6) y con las operaciones exentas de evaluación (ap. 8); en cambio se apunta como sujeto obligado a «las empresas de servicios de inversión» cuando se alude al deber de evaluar la conveniencia (ap. 7). En este último caso, ha de entenderse que no se pretende limi-

tar el deber a estas empresas, sino que esa expresión debe interpretarse en un sentido amplio y, por tanto, corresponde extender la obligación de evaluar a todas aquellas entidades que presten servicios de inversión.

En el resto del articulado de este capítulo al desarrollar los distintos deberes tampoco existe un estricto rigor terminológico, así a veces se utiliza la expresión «entidades que presten servicios de inversión» (art. 79.1^{er} pár., «Obligaciones de diligencia y transparencia»; art. 79 bis.1 «Obligaciones de información»; art. 79 ter, «Registro de contratos»; art. 79 quinquies, «Cumplimiento de las obligaciones de información en el caso de prestación de servicios por medio de otra empresa de servicios de inversión» y art. 79 sexies, «Obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes»); sin embargo, en otras ocasiones se concreta el correspondiente deber sólo en las empresas de servicios de inversión (art. 79 2^o pár., «Obligación de diligencia y transparencia» y art. 79 quinquies, «Cumplimiento de las obligaciones de información en el caso de prestación de servicios por medio de otra empresa de servicios de inversión»). Habrá de seguirse el mismo criterio unificador propuesto anteriormente.

Por tanto llegamos a la conclusión de que el deber de clasificar, el deber de evaluar y el resto de los deberes comprendidos en el capítulo I del Título VII les corresponden, aunque no siempre la Ley lo exprese así, a las entidades que prestan de forma habitual servicios de inversión sobre los instrumentos financieros definidos en la LMV. Estas entidades están determinadas en el Título V de la LMV; en concreto en el artículo 62 dedicado a las empresas de servicios de inversión y en el artículo 65 que menciona como «Otras entidades» a las entidades de crédito y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

Las empresas de servicios de inversión son aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros sobre los instrumentos financieros señalados en la LMV (art. 62.1; vid relación de los servicios de inversión en el art. 63 y relación de los instrumentos financieros en el art. 2). Son empresas de servicios de inversión: las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero. Cada una de ellas puede realizar todos o algunos de los servicios de inversión de acuerdo con lo que establece la Ley (art. 64 LMV). Las empresas de servicios de inversión realizarán los servicios de inversión conforme a su régimen jurídico específico (art. 62.2 LMV).

Las entidades de crédito, aunque no son empresas de servicios de inversión, pueden realizar habitualmente todos los servicios de inversión, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello (art. 65.1 LMV). A las entidades de crédito les son de aplicación las disposiciones de la LMV y sus normas de desarrollo en cuanto a la realización y disciplina de los servicios de inversión y servicios auxiliares y a su posible participación en los mercados secundarios oficiales (art. 65.1 pár. 3º LMV).

A las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que estén autorizadas para ello les son de aplicación las normas previstas en la LMV, y en sus disposiciones de desarrollo, que regulen la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, el asesoramiento en materia de inversión, la custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión. En particular, les es de aplicación, entre otras cuestiones lo dispuesto en relación con la clasificación de clientes y las evaluaciones de

idoneidad y de conveniencia, con las especialidades que puedan establecerse reglamentariamente (arts. 62.3.i y 65.2 LMV y D. F. Tercera. Dos RD 217/2008).

A efectos de estos deberes de clasificación y evaluación hay que tener presente que las empresas de servicios de inversión y las restantes entidades que prestan servicios de inversión deben definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplen las obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone. La organización de estas entidades debe contar con una unidad que garantice el desarrollo de la función de cumplimiento normativo, bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función (art. 70 ter.1 LMV).

3.2. Sujetos sometidos a clasificación y a evaluación

La Ley 47/2007 introduce en la LMV las expresiones de cliente potencial o posible cliente procedentes de las Directivas comunitarias. La Directiva 2004/39/CE al regular las «Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes», las dirige hacia los clientes y hacia los posibles o potenciales clientes; así se hace en concreto cuando se alude a la obligación de practicar las evaluaciones de idoneidad y de conveniencia o su exención (art. 19 aps. 4, 5 y 6), y a la política de ejecución (art. 21.3.3º pár. y considerando 35). La Directiva 2004/39/CE al imponer a la Comisión el desarrollo de las normas de conducta, dispuso que se tuvieran en cuenta, entre otras cuestiones, la categoría «del cliente o posible cliente» (art. 19.10.c). En esta línea la Directiva 2006/73/CE siguió dirigiendo ciertos deberes conjuntamente hacia clientes y

los posibles clientes, así ocurrió en concreto con las evaluaciones de idoneidad y de conveniencia (art. 35 ap. 1, 3 y 4, y art. 37).

Cliente, según la Directiva 2004/39/CE, es toda persona física o jurídica a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares (art. 4.1.10 Directiva 2004/39/CE). En la LMV no hay una definición de cliente, pero no se recoge ninguna limitación, por ello hay que entender que el amplio concepto de la Directiva es plenamente aplicable al ordenamiento español.

Las Directivas comunitarias no abordaron la delimitación de la expresión «cliente potencial» o «posible cliente». Esa indefinición podría ser fuente de incertidumbre, tanto para las entidades que presten servicios de inversión, como para los «posibles clientes» que se convierten en titulares de derechos y deberes.

La LMV ha definido al cliente potencial como aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes (art. 79 bis.3 LMV). De esta forma se hace imprescindible el contacto directo, sin limitar el medio por el que se tenga y a estos efectos es indiferente quien sea el que tome la iniciativa.

La Ley dispone que la evaluación de idoneidad y la evaluación de conveniencia habrán de practicarse a los clientes y a los clientes potenciales (art. 79 bis.6 y 7 LMV).

La Ley al imponer a las empresas de servicios de inversión el deber de clasificación lo dirige solo sobre «sus clientes», en cambio cuando se establece ese mismo deber para las demás empresas que presten servicios de inversión lo refiere «a los clientes a los que presten u ofrezcan dichos servicios» (art. 78 bis.1 LMV). Hay que entender que en el caso de las empresas de servicios de

inversión el deber de clasificar se dirigirá igualmente tanto hacia los clientes a los que se les presten servicios, como a los clientes a los que se ofrezcan servicios, es decir, a los clientes o a los posibles clientes. El que el deber de clasificación se extienda también hacia los posibles clientes, se reafirma por el hecho de que el deber que tienen las entidades que prestan servicios de inversión de informar adecuadamente sobre determinadas cuestiones (como la empresa, los instrumentos financieros, las estrategias de inversión, los centros de ejecución de órdenes y los gastos y costes) se dirige a los clientes, «incluidos los clientes potenciales» (art. 79 bis.3 LMV), y este deber que se extiende a los clientes potenciales tiene un régimen diferente en función de la categoría del cliente, de si es minorista o profesional (art. 29.1, 3, 8 Directiva 2006/73/CE y art. 62 RD 217/2008), luego el posible cliente tendrá que ser catalogado antes de ser informado.

Los clientes de servicios bancarios de las entidades de crédito no necesariamente han de tener la consideración de potenciales clientes de servicios de inversión por el hecho de que dichas entidades presten servicios de inversión. En la práctica algunas entidades han optado por dar un tratamiento uniforme a toda su clientela, extendiendo la aplicación de la Directiva 2004/39/CE y de la LMV más allá de las exigencias normativas.

4. LA CLASIFICACIÓN DE LOS CLIENTES

4.1. Consideraciones generales y precedentes

Una novedad de las Directivas 2004/39/CE y 2006/73/CE es la de adecuar el nivel de protección de los clientes en función de la categoría a la que pertenecen. No hay que proteger al que no lo necesita, pues el

exceso de protección puede ser contrario a los intereses del protegido, pues cuando menos implica costes, trámites administrativos y dilaciones.

En lo que atañe a la protección del inversor, la clasificación de los clientes es el punto de partida para la aplicación eficiente del resto de las normas protectoras. En este sentido la Ley 47/2007 ha dispuesto que a los efectos de las «Normas de conducta» (Título VII de la LMV), las entidades que presten servicios de inversión deben clasificar a los clientes a los que les ofrezcan o presten servicios en función de la experiencia, conocimiento y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar sus riesgos. A cada categoría se aplica un nivel distinto de protección. El deber de clasificar es un deber instrumental en el desarrollo del resto de deberes comprendidos en las «Normas de conducta» recogidas en el Título VII de la LMV (art. 78 bis LMV).

La diferenciación de los clientes en orden a su mayor o menor necesidad de protección es una actuación que se ha manifestado en diversos sectores. Así en la actividad aseguradora «los contratos de seguros por grandes riesgos» quedan exentos del carácter imperativo de las normas protectoras de la Ley de contratos de seguros (arts. 2, 44.2º párr. y 107 ap. 2º Ley 50/1980, de 8 de octubre, de contrato de seguro).

En el derecho de los mercados de valores existen precedentes de este tipo de actuaciones diferenciadoras; tal es el caso del «inversor cualificado» en el ámbito de las ofertas públicas de valores. La LMV dispone que no tienen la consideración de oferta pública de ventas (y que, por tanto, no tienen la obligación de publicar un folleto) ciertas ofertas; uno de los factores que sirven para identificarlas es el del inversor al que van dirigidas, así quedan excluidas las ofertas dirigidas exclusivamente a inversores

cualificados (art. 30 bis.1.a, añadido por el art. 1.4 RD-Ley 5/2005, de 11 de marzo). Reglamentariamente se ha precisado a quién se ha de considerar «inversor cualificado» a través de la distinción de cinco grupos: los tres primeros son en función de su naturaleza o dimensión y los dos últimos son en función de que los interesados lo soliciten, si concurren en ellos ciertos requisitos (arts. 38 y 39 de RD 1310/2005, de 4 de noviembre). Los criterios delimitadores del inversor cualificado son en una gran parte similares a los que se incorporan por la Ley 47/2007 a la LMV para determinar al cliente profesional.

La LMV no establece un nivel único y homogéneo de protección, sino que reconoce la realidad existente en los mercados financieros: que es la diversificación del perfil del inversor. La Ley enuncia tres categorías posibles de inversores, minoristas, profesionales y contrapartes elegibles; el mayor grado de protección les corresponde a los inversores o clientes minoristas (Preámbulo V). Tras la entrada en vigor del RD 217/2008, el 17 de febrero de 2008, las entidades que prestan servicios de inversión deben notificar, o haber notificado, a los clientes nuevos y a los ya existentes que han establecido esta nueva clasificación de clientes (art. 61.1 RD 217/2008). Estas entidades deben establecer por escrito y aplicar políticas y procedimientos internos adecuados para clasificar a los clientes (art. 61.4 RD 217/2008).

4.2. Estructura clasificatoria

La Ley no utiliza siempre la misma estructura clasificatoria. En el Preámbulo V de la Ley 47/2007 se destaca que con el fin de dar un reconocimiento legal al fenómeno de la diversificación del perfil del inversor, han de diferenciarse tres categorías de inversores: minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. La LMV en su artículo 78 bis, que lleva como epígrafe la expresión «clases de

clientes», dispone que a los efectos del Título VII, «Normas de conducta», las entidades que prestan servicios de inversión clasificarán a sus clientes en profesionales y minoristas. La categoría de contraparte elegible se pospone al artículo 78 ter, que lleva como epígrafe «Operaciones con contrapartes elegibles».

La Directiva 2004/39/CE en sus considerandos también alude a la necesidad de ajustarse a las particularidades de tres categorías de inversores: particulares (minorista), profesionales y contrapartes (Considerando 31); sin embargo en el artículo dedicado a definiciones solo aparecen las de cliente profesional y cliente minorista (art. 4 ap. 1 ptos. 11 y 12). Igualmente cuando la Directiva impone a la Comisión el deber de desarrollar las normas de conducta, señala que habrá de tenerse en cuenta el carácter particular (minorista) o profesional del cliente (art. 19.10). El Anexo II de esta Directiva contiene una detallada delimitación de los clientes profesionales. La figura de contraparte elegible aparece en la Directiva después de regular las «normas de gestión de órdenes de clientes» (art. 22), en un artículo cuyo epígrafe es «operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles» (art. 24).

Al analizar más adelante cada una de las clases de clientes y en concreto al estudiar las contrapartes elegibles, llegaremos a la conclusión de que esta última categoría es una subespecie de los clientes profesionales.

4.3. Cliente minorista

Los clientes minoristas se definen por exclusión y son todos aquellos que no se consideran profesionales (art. 78 bis.4 LMV y art. 4.1.12 Directiva 2004/39/CE). Esta categoría será la inmensamente mayoritaria y abarcará una gran diversidad de perfiles. A esta categoría se le concede el régimen jurídico de protección más completo.

4.4. Cliente profesional

La LMV define y delimita al cliente profesional siguiendo el esquema que trazó la Directiva 2004/39/CE. Esta Directiva remite la delimitación de la figura de cliente profesional a su Anexo II (art. 4.1.11). En él se recoge una definición y una enumeración de clientes que son considerados profesionales, bien por su naturaleza o características o bien porque lo solicitan cumpliendo ciertos requisitos. Siguiendo este esquema, la LMV lleva a cabo la delimitación del cliente profesional mediante una definición general y una posterior relación de entes que alcanzan esa consideración.

La LMV describe a los clientes profesionales como aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos (art. 78 bis.2 LMV). La definición se construye a partir de una «presunción» y con términos flexibles.

La enumeración de sujetos que tendrán la consideración de cliente profesional comienza en la LMV con la expresión «en particular», lo cual unido a una definición tan amplia, podría abrir el debate de si nos hallamos ante una relación exhaustiva o no.

La Ley lleva a cabo esta enumeración estructurando a los clientes en cinco apartados, pero previamente cabe agruparlos en dos grandes grupos: un primer grupo en el que se encuentran los clientes profesionales *per se*, debido a su naturaleza o características (art. 78 bis.3.a) a d) LMV) y un segundo grupo que son considerados como tales previa solicitud, reuniendo determinados requisitos (art. 78 bis.3.e LMV).

El primer grupo, el de los clientes considerados profesionales *per se*, se integra por cuatro apartados.

El primer apartado se dedica a las entidades financieras y a las demás personas

jurídicas que para poder operar en los mercados financieros tienen que ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea. La Ley concreta, pero sin negar otras posibilidades, que «se incluirán entre ellas» a las siguientes: las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros (*sic.*, más preciso sería entidades aseguradoras), las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y «otros inversores institucionales» (art. 78 bis.3.a LMV). Estos últimos están desarrollados en el cuarto apartado.

El segundo apartado recoge a los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, «como» el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones «y otros de naturaleza similar» (art. 78 bis.3.b LMV).

El tercer apartado corresponde a aquellos «empresarios» (personas físicas o jurídicas) que individualmente reúnen, al menos, dos de las siguientes tres condiciones: que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; que la cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; y que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros (art. 78 bis.3.c LMV).

El cuarto apartado se refiere a los inversores institucionales que, no incluidos en el primer apartado, tienen como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros; «en particular» se citan a las entidades de capital riesgo y sus

sociedades gestoras (art. 78 bis.3.d LMV, la Directiva 2004/39/CE en su Anexo II ap. II.4 o 3 bis no hace ninguna concreción).

A pesar de que la delimitación de los clientes profesionales parte de una definición amplia, no restrictiva y de que la enumeración posterior parezca no exhaustiva, al comenzar con una expresión como «en particular», hay que entender que sólo pueden ser profesionales *per se* aquellos que cumplan las condiciones señaladas en algunos de los apartados mencionados, aunque alguno de ellos no esté rigurosamente delimitado, como es el caso de los inversores institucionales. No está justificado hacer una interpretación extensiva, cuando la propia Ley deja abierta la posibilidad de catalogación de un cliente como profesional mediante su solicitud cumpliendo determinados requisitos, como inmediatamente vamos a analizar.

En el Anexo II de la Directiva 2004/39/CE se afirma que la consideración de un cliente como profesional *per se* se extiende para «todos los servicios y actividades de inversión e instrumentos financieros amparados por esta Directiva».

Todos estos entes que la Ley considera profesionales *per se* pueden solicitar un trato no profesional y las entidades que presten los servicios de inversión pueden acordar concederles un nivel de protección más amplio (art. 78 bis.3 LMV), como más adelante se expondrá al tratar de la reclasificación.

El segundo grupo de clientes profesionales es el de aquellos que no lo son *per se*, pero que se consideran como tales por haberlo solicitado cumpliendo determinados requisitos. Los clientes (personas físicas y jurídicas) deben solicitarlo con carácter previo y renunciar de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas (art. 78 bis.3.e LMV).

La entidad que preste el servicio de inversión debe efectuar una adecuada evaluación de la experiencia y conocimiento del cliente «en relación con las operaciones y servicios que solicite» y debe asegurarse de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y de que comprende sus riesgos. Esta evaluación no es genérica sobre los mercados de valores, si no específica sobre las operaciones y servicios solicitados. Esta evaluación hay que ponerla en relación con la evaluación de conveniencia que posteriormente analizaremos.

Al llevar a cabo la evaluación, la entidad que preste servicios de inversión debe comprobar además que se cumplen al menos dos de los tres requisitos siguientes: que el cliente haya realizado operaciones de volumen significativo «en el mercado de valores», con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a 500.000 euros, y que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos (art. 78 bis.3.e LMV). El ámbito del primer requisito no se circunscribe al tipo de operaciones específicas para el que se solicita la clasificación, sino que abarca todas las que hayan sido realizadas en el mercado de valores, en general; sin embargo, la tercera exigencia, la de los conocimientos, si está referida a esas operaciones solicitadas. Estos tres requisitos son idénticos a los establecidos para las «personas físicas» que solicitan ser consideradas como «inversor cualificado» a efectos de ofertas públicas de ventas antes mencionadas (art. 39 RD 1310/2005) y es por ello que el tercer requisito arriba mencionado sea una exigencia propia de persona física.

Antes de decidir si se acepta la solicitud, la entidad que presta los servicios de inver-

sión está obligada a adoptar «todas las medidas razonables» para asegurarse de que el cliente cumple los requisitos expuestos anteriormente (Anexo II ap. II.1 de la Directiva 2004/ 39/CE).

El procedimiento para alcanzar la calificación de cliente profesional mediante solicitud es el siguiente: el cliente debe declarar por escrito a la entidad que desea ser tratado como cliente profesional, ya sea con carácter general o con respecto a un servicio de inversión o a una operación determinada, o a un tipo de operación o producto; la empresa de inversión debe advertirle claramente por escrito acerca de las protecciones y de los derechos de indemnización de los que quedaría privado; y el cliente debe declarar por escrito en un documento separado del contrato, que es consciente de las consecuencias de su renuncia a esas protecciones (art. 61.3 RD 217/2008).

A los clientes profesionales les corresponde informar a la entidad que presta servicios de inversión de cualquier cambio que pudiera motivar la modificación de su clasificación. Si la entidad tiene conocimiento de que el cliente deja de cumplir las condiciones para poder acogerse a un trato profesional, lo considerará con carácter inmediato como un cliente minorista (art. 61.4 RD 217/2008).

El Gobierno y, con su habilitación expresa, el Ministro de Economía y Hacienda o la CNMV pueden determinar la forma de cálculo de las magnitudes señaladas y fijar requisitos a los procedimientos que las entidades establezcan para clasificar a sus clientes (art. 78 bis.3 fine LMV).

4.5. Contraparte elegible

Como ya se ha mencionado, en el Preámbulo de la Ley 47/2007 se señala que la Ley distingue tres categorías de inversores, minoristas, profesionales y contrapartes

elegibles; sin embargo en el articulado de la LMV al establecer el deber de clasificar solo se mencionan las categorías de profesional y minorista (art. 78 bis LMV). Es en el artículo siguiente, el 78 ter, cuyo rótulo es «Operaciones con contrapartes elegibles» en el que aparece regulado esta figura. Antes de enumerar qué entes pueden ser considerados como contrapartes elegibles, hay que determinar si esta figura es una tercera categoría de cliente o si es una subespecie de cliente profesional.

La primera afirmación que se puede hacer es que esta categoría está restringida exclusivamente a los siguientes servicios de inversión: la recepción y transmisión de órdenes de clientes, la ejecución de órdenes por cuenta de clientes y la negociación por cuenta propia. Para el resto de servicios de inversión (vid. art. 63 LMV) no es aplicable esta categoría. La clase minorista y profesional es aplicable para todos los servicios de inversión. La segunda afirmación es que todos los entes que pueden ser contrapartes elegibles *per se* o por solicitud son o pueden ser profesionales; en el texto legal el ámbito subjetivo de los profesionales es más extenso que el de las contrapartes elegibles. Por ambas consideraciones, entendemos que las contrapartes elegibles deben ser catalogadas como una subespecie de los clientes profesionales, reservada sólo para unos determinados servicios de inversión.

Las entidades que estén autorizadas para prestar esos determinados servicios de inversión señalados anteriormente pueden realizar esas operaciones, o los servicios auxiliares directamente relacionados con las mismas, con unas contrapartes, a las que se ha llamado «contrapartes elegibles», sin cumplir las obligaciones de información (art. 79 bis LMV), los deberes derivados del registro de contratos y su formalización (art. 79 ter LMV) y las obligaciones relativas a la gestión y ejecución de

órdenes (art. 79 sexies LMV). Las contrapartes deben haber sido previamente informadas de la exclusión de estos deberes hacia ellas y no haber solicitado expresamente que se les apliquen esas garantías o derechos (art. 78 ter.2.1 pár. LMV).

La Directiva 2004/39/CE considera que las contrapartes elegibles actúan en calidad de clientes, lo cual conlleva que, aunque se excepcione la aplicación de las obligaciones mencionadas, el resto de obligaciones o deberes hacia la contraparte elegible son aplicables (Considerandos 40 y 41). En este sentido la Directiva 2006/73/CE considera que la categoría del cliente (minorista, profesional o contraparte elegible) al que se presta el servicio es irrelevante a efectos de la regulación de los conflictos de interés (Considerando 25).

La LMV señala que la consideración de contraparte elegible se puede derivar bien de la naturaleza o características de la entidad o bien por haberlo solicitado cumpliendo determinados requisitos.

En función de su naturaleza tienen la consideración de contrapartes elegibles los siguientes entes: empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, bancos centrales y organismos supranacionales. Esta consideración también la tienen las entidades de terceros países equivalentes (en base a que la Directiva 2004/39/CE en su art. 24.4 otorga a los Estados miembros la posibilidad de incluir esta opción) y las Comunidades Autónomas (art. 78 ter.1.1^{er} pár. LMV).

Se consideran contrapartes elegibles en función de sus características a determinadas personas que son señaladas como tales mediante remisión a una disposición de la LMV que enumera sujetos a los que no les es de aplicación esta Ley (más propio sería afirmar que no se les considera empresa de servicios de inversión). Son los siguientes dos grupos: personas cuya actividad principal consiste en negociar por cuenta propia en materias primas o instrumentos financieros derivados sobre materias primas (art. 62.3.d LMV), y «empresas» que prestan servicios de inversión consistentes exclusivamente en negociar por cuenta propia en mercados de instrumentos financieros derivados y en mercados de contado con el único propósito de cubrir posiciones en mercados de instrumentos financieros derivados, o que operan por cuenta de otros miembros de dichos mercados o facilitan precios para éstos, y que están avaladas por miembros liquidadores del mismo mercado, cuando la responsabilidad del cumplimiento de los contratos celebrados por dichas empresas sea asumida por los miembros liquidadores del mismo mercado (art. 62.3.e LMV). Estos dos grupos también aparecen mencionados, pero de una forma más sucinta, en la relación de clientes profesionales *per se*, dentro del primer apartado, el de las entidades que para operar en los mercados financieros han de ser autorizadas o reguladas por el Estado (art. 78 bis.3.a in fine LMV), sólo que al mencionarse como contraparte elegible se hace mediante remisión, por lo que su descripción es más extensa y precisa.

El RD 217/2008 «desborda» la delimitación legal al incluir en esta categoría de contraparte elegible *per se* a todas las entidades que la ley considera profesionales *per se* (art. 58.1).

Las entidades que se consideran contrapartes elegibles *per se* tienen derecho a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como cliente (mino-

rista o profesional), en cuyo caso su relación con la entidad que presta los servicios de inversión quedará sujeta al régimen de las obligaciones que antes habíamos mencionado como exceptuadas (art. 78 ter.2.2º párr. LMV y art. 24.2.2º párr. Directiva 2004/39/CE). Más adelante se expondrá esta posibilidad de reclasificación.

La Directiva 2004/39/CE permite que, además de los entes mencionadas hasta ahora como contrapartes elegibles, los Estados miembros puedan reconocer como tales a otras empresas que cumplan requisitos proporcionados, previamente establecidos, entre los que se pueden incluir umbrales cuantitativos. Esta autorización a los Estados miembros abre la posibilidad de asimetrías en este aspecto entre los diferentes ordenamientos nacionales (art. 24.3 Directiva 2004/39/CE).

En base a esta autorización a los Estados miembros que acabamos de mencionar, se ha configurado el segundo grupo de contrapartes elegibles en la LMV.

Este grupo de entidades que pueden ser consideradas como contrapartes elegibles está integrado por aquellas «empresas» que no siéndolo *per se*, solicitan ser consideradas como tales, cumpliendo con los requisitos establecidos para que un cliente minorista pueda solicitar ser tratado como cliente profesional. En estos casos sólo será reconocida como contraparte elegible en lo relativo a los servicios u operaciones para los que pueda ser tratada como cliente profesional (art. 78 ter.1.2º párr. LMV). Se deberá obtener la confirmación expresa de la empresa accediendo a ser tratada como una contraparte elegible, de forma general o para cada operación (art. 78 ter.2.3º párr.). Se entienden incluidas las empresas de terceros países que estén sujetas a requisitos y condiciones equivalentes (art. 78 ter.1.2º párr. LMV).

Cuando la operación se realice con una empresa domiciliada en otro Estado miembro

de la Unión Europea, se deberá respetar el estatus de la empresa que determine la legislación de dicho Estado (art. 78 ter. 2.4º párr. LMV y art. 24.3 Directiva 2004/39/CE).

Manifestaciones específicas del régimen de las contrapartes elegibles se pueden observar en la LMV al disponer que los miembros de un mercado secundario oficial cuando realicen operaciones entre ellos, por cuenta propia y en nombre propio, no estarán obligados a imponerse mutuamente las obligaciones de información, los deberes derivados del registro de contratos y su formalización y las obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes (art. 37.4 LMV). Igualmente no serán de aplicación estas obligaciones a las operaciones realizadas con arreglo a las normas que regulan un sistema multilateral de negociación entre sus miembros o entre el propio sistema multilateral de negociación y sus miembros con respecto al uso del sistema multilateral (art. 121.1 LMV).

4.6. Reclasificaciones

Las empresas de inversión deben informar a los clientes en un soporte duradero del derecho que les asiste, en su caso, de exigir una clasificación distinta y todas las limitaciones que podrían derivarse de este cambio en lo relativo a la protección del cliente (arts. 28.2 Directiva 2006/73/CE y 61.1 RD 217/2008).

Como ya hemos expuesto, clientes que no son profesionales *per se* pueden, si cumplen determinados requisitos, solicitar ser considerados como profesionales o como contrapartes elegibles.

Las entidades que se consideran profesionales *per se* (por su naturaleza o características) pueden solicitar un trato no profesional y que de esa manera se les conceda un nivel de protección más amplio (art. 78 bis.3 LMV). En el Anexo II ap. I de la Directiva 2004/39/CE se dispone que cuando el cliente sea de los considerados profesiona-

les *per se* la entidad que presta servicios de inversión debe informarle, antes de prestar servicio alguno, de que se le considera un cliente profesional en base a la información que se dispone, de que se le tratará como tal a menos que la entidad y el cliente acuerden otra cosa y de que puede pedir una modificación de las condiciones del acuerdo para obtener un mayor grado de protección. Este mayor nivel de protección se concederá cuando se celebre un acuerdo por escrito que estipule que el cliente no será tratado como profesional a efectos del régimen de conducta aplicable y en el que se precisen los servicios, operaciones o tipos de productos u operaciones a los que se aplica (Anexo II ap. I de la Directiva 2004/39/CE y art. 61.2.b RD 217/2008).

Las entidades que se consideran contrapartes elegibles *per se* tienen derecho a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como «cliente» (minorista o profesional), en cuyo caso su relación con la entidad que preste servicios de inversión quedará sujeta al régimen previsto para las obligaciones de información, los deberes derivados del registro de contratos y su formalización y las obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes (art. 78 ter.2.2º párr. LMV y art. 24.2.2º párr. Directiva 2004/39/CE). Si al solicitar no ser tratado como contraparte elegible no se señala expresamente que se quiere ser tratado como cliente minorista, la entidad si está de acuerdo con la petición, lo tratará como profesional (art. 58.2 RD 217/2008); la Directiva dispone que cuando se solicite expresamente el tratamiento como minorista, se aplicará el régimen y procedimiento previsto para las solicitudes de los profesionales que quieren ser tratados como minoristas (art. 50.2 Directiva 2006/73/CE), que más arriba hemos descrito. En relación con esta cuestión el RD 217/2008 de forma errónea remite al trámite por el que los clientes minoristas solicitan ser tratados como profesionales (art. 58.2. in fine RD 217/2008).

Las disposiciones comunitarias y las normas reglamentarias españolas contemplan la posibilidad de que las entidades que presten servicios de inversión puedan por propia iniciativa: a) tratar como cliente profesional o minorista a un cliente que podría clasificarse como contraparte elegible *per se*, y b) tratar como cliente minorista a un cliente que podría considerarse cliente profesional *per se* (art. 28.3 Directiva 2006/73/CE y art. 61.2 RD 217/2008).

4.7. Trascendencia de la clasificación

Uno de los objetivos fundamentales de esta reforma es garantizar una adecuada protección de los inversores. Esta finalidad se manifiesta especialmente en el nuevo Capítulo I del Título VII de la LMV, en el que se establece un importante catálogo de normas de conducta que han de ser respetadas por todas las entidades que presten servicios de inversión; pero el nivel de protección no es único y homogéneo, sino que varía en función del perfil del inversor. En la LMV y en su desarrollo reglamentario aparece la distinción entre clientes minoristas y profesionales en relación con su régimen de derechos de información, registro y ejecución de órdenes.

Al describir en la LMV el deber de información a los clientes, aunque expresamente no se hacen distinciones en función a la categoría, se utilizan expresiones que aluden a las distintas clases de clientes, al señalar que la entidad mantendrá «adecuadamente» informados a los clientes y les proporcionará información «adecuada» sobre la entidad y los servicios, los instrumentos financieros, las estrategias de inversión, las órdenes de ejecución y los gastos y costes (art. 79 bis LMV). En su desarrollo reglamentario se pone de manifiesto la diversidad de niveles.

Al establecerse en la LMV que las entidades que presten servicios de inversión

deben crear un registro que contenga los contratos que tengan por objeto el acuerdo entre la empresa y el cliente, se dispone que si los contratos son celebrados con clientes minoristas será obligatorio que consten por escrito y que si la prestación del servicio consiste en el asesoramiento en materia de inversión a dichos clientes, bastará con la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada. (art. 79 ter LMV).

En relación con la ejecución de órdenes se dispone que cuando se trate de órdenes de clientes minoristas que no hubieran dado instrucciones específicas, el mejor resultado posible se determinará en términos de contraprestación total, compuesta por el precio del instrumento financiero y los costes relacionados con la ejecución, que incluirán todos los gastos contraídos por el cliente que estén directamente relacionados con la ejecución de la orden, incluidas las comisiones del centro de ejecución, las de compensación y liquidación y aquellas otras pagadas a terceros implicados en la ejecución de la orden (art. 79 sexies.4 LMV y arts. 68 y 69 RD 217/2008).

En lo que se refiere a las operaciones con contrapartes elegibles ya hemos mencionado que no es de aplicación el régimen de las obligaciones de información, los deberes derivados del registro de contratos y su formalización y las obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes (art. 78 ter. 2.1^{er} pár. LMV).

La Ley 47/2007 ha incorporado la Directiva 2004/39/CE, pero ésta remitió a sus disposiciones de desarrollo las distinciones que debían hacerse en relación con la protección del cliente o del posible cliente en función de su categoría de minorista o profesional (art. 19.10.c). Estas diferenciaciones se llevaron a cabo por la Directiva 2006/73/CE, y ha sido a través de su transposición por la vía reglamentaria como se ha introducido en nuestro ordenamiento. El RD 217/2008 otorga expresamente un trata-

miento especial a los clientes en función de su condición de minorista o profesional en las siguientes cuestiones: «Delegación del servicio de gestión de cartera en prestadores de servicios situados en terceros países» (art. 38); «Utilización de los instrumentos financieros de los clientes» (art. 42); «Política de gestión de los conflictos de interés» (art. 45.3); «Condiciones que debe cumplir la información para ser imparcial, clara y no engañosa» (art. 60); «Requisitos generales de información a clientes» (art. 62); «Información sobre la empresa de servicios de inversión y sobre sus servicios destinada a clientes minoristas» (art. 63); «Información sobre los instrumentos financieros» (art. 64); «Requisitos de información con vistas a la salvaguardia de los instrumentos financieros o los fondos de los clientes» (art. 65); «Información sobre costes y gastos asociados» (art. 66); «Información sobre la ejecución de órdenes no relacionadas con el servicio de gestión de carteras» (art. 68); «Información sobre el servicio de gestión de carteras» (art. 69); «Información sobre los estados de instrumentos financieros o de los fondos de los clientes» (art. 70); «Evaluación de la conveniencia» (art. 73); «Criterios de mejor ejecución» (art. 77); «Política de ejecución de órdenes» (art. 78); «Principios generales» de la tramitación de órdenes de clientes (art.80).

5. LA EVALUACIÓN DE LOS CLIENTES

5.1. El conocimiento del perfil del cliente

5.1.1. Consideraciones generales y precedentes

Las entidades que prestan servicios de inversión deben asegurarse en «todo» momento de que disponen de «toda» la información necesaria sobre sus clientes (art. 79 bis.5 LMV) para poder recomendarles los

servicios de inversión e instrumentos financieros que más les convengan (art. 79 bis.6 LMV) o para evaluar si el servicio o producto de inversión les es adecuado (art. 79 bis.7 LMV).

El incumplimiento de estos deberes por parte de la entidad que presta el servicio de inversión conllevará la correspondiente responsabilidad. En este sentido se produce una traslación de responsabilidades hacia las entidades en lo relativo a cuestiones que antes podían ser decididas por los clientes, quizás, a veces sin tener los conocimientos y experiencia necesarios para ello. Esta labor de evaluación puede no siempre ser sencilla pues habrá casos en que los resultados de estas evaluaciones no sean evidentes. En este sentido la delimitación de los productos complejos y no complejos es una cuestión fundamental.

El conocimiento del perfil del inversor ya estaba recogido en diversas sedes de nuestro ordenamiento del mercado de valores. Así en el Código General de Conducta de los Mercados de Valores, que se contenía en el Anexo del RD 629/1993, de 3 de mayo, se disponía que cuando fuera relevante para los servicios que se iban a prestar, las entidades debían solicitar a sus clientes información sobre su situación financiera, su experiencia inversora y su objetivo de inversión. Esta disposición fue desarrollada por la Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del Código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión y por la Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV, sobre modelos normalizados de contratotipo discrecional e individualizada de carteras de inversión y otros desarrollos de la Orden de 7 de octubre de 1999. Esta circular contiene un modelo normalizado de contratotipo de gestión discrecional e individualizada de cartera de inversión, en el que en su primera sección se recoge un apartado cuyo título es «Criterios generales de

inversión», en el que se señala que conocidas la experiencia inversora y la capacidad financiera del cliente, la entidad asume los criterios generales de inversión que se desprenden de las siguientes indicaciones: el perfil general de riesgo de sus inversiones, la operativa con instrumentos derivados y el horizonte temporal de la inversión (apartado D); también hay un apartado de autorizaciones expresas del cliente y otro de tipos de operaciones financieras que podrán realizarse (apartados E y F). El RD 217/2008 que ha derogado el RD 629/1993 y cuantas normas de igual o inferior rango se opongan a él (Disp. Derog. Única), dedica el Capítulo III del Título IV a la «Evaluación de la idoneidad y de la conveniencia» (arts. 72 a 74).

5.1.2. Clases de evaluaciones, finalidades y cuestiones terminológicas

Tanto la Ley como las Directivas contemplan tres alternativas de evaluación por parte de la entidad que presta el servicio de inversión en función de los servicios de inversión de que se trate: cuando el servicio sea de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras, deberá evaluar la «idoneidad» de los servicios de inversión e instrumentos financieros para el cliente o posible cliente; cuando el servicio de inversión sea distinto a los mencionados anteriormente, deberá evaluar la «conveniencia» del servicio o del producto de inversión para el cliente o posible cliente; y por último, cuando el servicio se limite a la ejecución o recepción de ordenes del cliente sobre un producto no complejo concurriendo además otras circunstancias, que más adelante señalaremos, no deberá llevar a cabo necesariamente la evaluación (art. 79 bis aps. 6 a 8 LMV).

La LMV ha descrito las finalidades que tienen estos requerimientos de información de los clientes. En el caso del asesoramiento de inversiones o de la gestión de carteras

la adquisición de la información tiene como finalidad recomendar al cliente los servicios de inversión e instrumentos financieros que «más le convengan» al cliente (art. 79 bis.6 LMV); en el resto de los servicios de inversión la finalidad que se persigue es el que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión «es adecuado para el cliente» (art. 79 bis.7 LMV).

En relación con la utilización de las expresiones que se acaban de mencionar y antes de entrar en el análisis específico de cada una de las evaluaciones, es necesario mencionar una cuestión terminológica. En el texto de la Directiva 2004/39/CE en español y en la LMV al referirse a la finalidad de la prueba que debe hacerse para los servicios de asesoramiento de inversiones y de gestión de cartera se afirma que su fin es recomendar los servicios o instrumentos que «más le convengan» al cliente (art. 19.4); y en la Directiva 2006/73/CE se denomina a esta prueba «Evaluación de idoneidad». A su vez en la Directiva 2004/39/CE y en la LMV se señala que la finalidad de la prueba a realizar para los demás servicios es la de poder evaluar si el servicio o producto es «adecuado» para el cliente (art. 19.5) y en la Directiva 2006 /73/CE el nombre que se adjudica a esta prueba es «Evaluación de conveniencia». En la práctica las entidades de forma generalizada empezaron a utilizar la terminología de la Directiva 2006/73/CE para referirse a cada una de las evaluaciones, y más tarde el propio RD 217/2008 ha utilizado estas expresiones, por estos motivos, y, aunque no existe una perfecta correspondencia entre estas denominaciones y las finalidades, con el propósito de no promover más confusión utilizaremos estas denominaciones.

5.1.3. Cuestión previa: delimitación de la comercialización

A la hora de plantearse la necesidad o no de llevar a cabo las distintas evaluaciones

de los clientes en función de los servicios de inversión de que se trate, una cuestión debatida ha sido la consideración que debía darse a la comercialización: si debía entenderse integrada o no en los propios servicios de inversión por las consecuencias que tendría cada una de estas alternativas.

La LMV ha aclarado que la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismas servicios de inversión, sino actividades previas a cada uno de los servicios de inversión que podrán ser desarrolladas de forma separada a la prestación del servicio en sí (art. 63.4 LMV). La comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes sólo pueden realizarlas profesionalmente, por sí mismas o a través de los agentes de empresas de servicios de inversión, las entidades que estuvieran autorizadas a prestar tales servicios (art. 64.7.2 párr. LMV).

La LMV con el fin de diferenciar la comercialización del servicio de asesoramiento en materia de inversión ha señalado que no es asesoramiento la prestación de recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros; estas recomendaciones tienen el valor de comunicaciones de carácter comercial (art. 63.1.g LMV). El RD 217/2008 no considera recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente a través de canales de distribución o al público (art. 5.1.g) e incluso delimita el concepto de recomendación generalizada (como servicio auxiliar) de las comunicaciones publicitarias, que han de identificarse con claridad (art. 5.2.e).

Por todo ello, cuando tras la actividad de comercialización se produce la prestación de un servicio de inversión se aplicarán las normas que en cada caso correspondan. Si como resultado de la actividad de comercialización realizada por una entidad, un

cliente solicita la prestación de un servicio de inversión, habrá que realizar o no las evaluaciones de idoneidad o conveniencia en función del servicio de que se trate y las circunstancias que concurran en él.

5.2. Cuestiones comunes a las evaluaciones

La LMV dispone que las entidades que presten servicios de inversión deberán asegurarse en todo momento de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes (art. 79 bis.5 LMV). En el régimen de evaluaciones se parte del principio de buena fe, por ello se considera que las entidades que presten servicios de inversión tienen derecho a confiar en la información proporcionada por sus clientes o posibles clientes, a menos que sepan o deban saber que la información está manifiestamente desfasada, es inexacta o incompleta. Igualmente, en base al mismo principio, las entidades no deben incitar a un cliente o posible cliente a no facilitar la información requerida a efectos de su evaluación (art. 74.2 y 3 RD 217/2008 y art. 37.2 y 3 Directiva 2006/73/CE).

La LMV ha contemplado la posibilidad de que una entidad preste servicios de inversión o servicios auxiliares en nombre de un cliente siguiendo instrucciones de otra entidad, en ese caso aquélla puede basarse en la información que sobre el cliente le transmite esta última, la entidad que remita las instrucciones es la responsable de que esa información sea completa y exacta (art. 79 quinquies 1^{er} párr. LMV). En cualquier caso, la empresa que reciba las instrucciones u órdenes es la responsable de la realización del servicio o la operación, sobre la base de la información recibida (art. 79 quinquies 1^{er} y 3^{er} párr.).

Hay que tener presente que las exigencias en relación con los deberes de información no son de aplicación cuando se ofrece un

servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a estándares europeos comunes para entidades de crédito y para la actividad de crédito al consumo, referentes a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información (art. 79 quater LMV).

Las entidades que prestan servicios de inversión deben mantener un registro de la información obtenida para llevar a cabo las evaluaciones (art. 13.6 Directiva 2004/39/CE y art. 51.2.a Directiva 2006/73/CE). En el trabajo llevado a cabo por el CESR, en el ámbito del nivel 3 del procedimiento Lamfalussy, en relación con los registros mínimos obligatorios, se alude a este registro. Las evaluaciones y su registro quedan sometidas a las exigencias que se derivan de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal (vid. Considerando 16 Directiva 2006/73/CE) y de sus normas de desarrollo (RD 1720/2007, de 21 de diciembre).

5.3. La evaluación de idoneidad

La evaluación de idoneidad se regula en el apartado 6 del artículo 79.bis de la LMV, que a su vez es desarrollado por el artículo 72 del RD 217/2008, lo que supone la transposición de los artículos 19.4 de la Directiva 2004 /39/CE y 35 y 37 de la Directiva 2006/73/CE.

Las entidades que presten servicios de inversión consistentes en el asesoramiento en materia de inversión o en la de gestión de carteras, deben obtener información sobre el cliente o el potencial cliente, en relación con los siguientes aspectos: a) sus conocimientos y su experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate; b) su situación financiera, y c) sus objetivos de inversión (art. 79.bis 6 LMV y

art. 19.4 Directiva 2004/39/CE). Aunque la Ley no señala cuál ha de ser el origen de la información, hay que entender que la entidad debe solicitar esta información al cliente (art. 72.1^{er} pár. RD 217/2008), además de utilizar aquella que se obtenga de sus propios archivos y sea adecuada.

La obtención de esta información tiene como finalidad el que la entidad pueda recomendar al cliente los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan (art. 79 bis.6 LMV y art. 19.4 Directiva 2004/39/CE). La información relativa a la situación financiera del cliente y a los objetivos de inversión permite a la entidad prestar «recomendaciones personalizadas» de inversión, lo que constituye la nota distintiva del asesoramiento en materia de inversión (art. 63.1.g LMV y art. 5.1.g.3^{er} pár. RD 217/2008). Igual razonamiento sirve en relación con el servicio de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes (art. 63.1.d LMV).

En relación con el primer bloque de información mencionado, el del conocimiento y la experiencia, hay que tener presente que se refiere al ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto. Este análisis debe incluir información sobre: a) los tipos de servicios, transacciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente; b) la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el cual se han llevado a cabo, y c) el nivel de educación y la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores que resulten relevantes (art. 74.1 RD 217/2008 y art. 37.1 Directiva 2006/73/CE).

En todo caso, la información relacionada con los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, se podrá modular atendiendo a la natu-

raleza del cliente, a la naturaleza y al nivel del servicio y al tipo de producto u operación, incluyendo su complejidad y los riesgos que conlleva (art. 37.1 Directiva 2006/73/CE).

En relación con la evaluación de conveniencia, en los considerandos de la Directiva 2006/73/CE se señala que un cliente que haya iniciado una serie de operaciones en relación con un tipo específico de producto o servicio desde antes de la fecha de aplicación de la Directiva 2004/39/CE, debe suponerse que tiene la necesaria experiencia y conocimientos para comprender los riesgos que conlleva ese producto o servicio de inversión (Considerando 59). La citada consideración, a pesar de su relativo valor normativo y aunque está dirigida a la evaluación de la conveniencia, puede tenerse en cuenta para los apartados de la evaluación de idoneidad que pretendan obtener información acerca de los conocimientos y experiencia del cliente.

En el caso de clientes profesionales la entidad no tiene que obtener información sobre sus conocimientos y experiencia (art. 79 bis.6 LMV), en relación con los productos, operaciones y servicios para los cuales ha obtenido la clasificación como cliente profesional, pues en relación a ellos puede presumirse que el cliente cumple esa exigencia (art. 72.c RD 217/2008 y art. 35.2 Directiva 2006/37/CE).

La información relativa a la situación financiera del cliente o posible cliente incluirá información sobre la fuente y el nivel de sus ingresos periódicos, sus activos, incluidos activos líquidos, inversiones y bienes inmuebles, así como sus compromisos financieros periódicos (art. 72.b.2º pár. RD 217/2008 y art. 35.3 Directiva 2006/73/CE). De esta información debería deducirse por ejemplo: su grado de endeudamiento y la necesidad de liquidez para hacer frente al pago de deudas, necesidades de hacer

líquido todo o parte del importe invertido para atender a alguna necesidad o si desea acumular una suma específica para una fecha concreta.

A efectos del requisito relativo a la situación financiera del cliente, cuando el servicio de inversión consista en el asesoramiento en materia de inversión a un cliente profesional *per se*, la entidad que presta el servicio de inversión puede asumir que aquél puede soportar financieramente cualquier riesgo de inversión coherente con sus objetivos de inversión (art. 72.b.1º pár. RD 217/2008 y art. 35.2.2 pár. Directiva 2006/73/CE), por lo que en la evaluación de idoneidad no sería necesario obtener información sobre este aspecto.

La información relativa a los objetivos de inversión del cliente o posible cliente ha de incluir información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación con la asunción de riesgos, su perfil de riesgo y las finalidades de la inversión (art. 72.a RD 217/2008 y art. 35.4 Directiva 2006/37/CE). De estos datos deberían poder deducirse conclusiones como el porcentaje del capital invertido cuya pérdida estaría dispuesto a asumir el cliente.

En base al conocimiento de los datos esenciales del cliente y a la naturaleza y el alcance del servicio a prestar, la entidad que presta el servicio debe disponer de una «base razonable para pensar» que la operación específica debe recomendarse o realizarse porque cumple con los siguientes criterios: a) que es de tal naturaleza que el cliente cuenta con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica; b) que es de tal naturaleza que el cliente puede, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión; c) que responde a los

objetivos de inversión del cliente (art. 72 RD 217/2008 y art. 35.1 Directiva 2006/37/CE).

Si la entidad no obtiene la información requerida para poder evaluar la idoneidad, no debe recomendar servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente (art. 79 bis.6 LMV). Aunque ni la Ley ni las Directivas lo manifiesten expresamente hay que entender, tal como se recoge en el RD 217/2008 que tampoco podría prestar el servicio de gestión de cartera (art. 72 último párr.).

El análisis de toda esta información puede ser complejo; así una operación puede resultar inadecuada a causa de los riesgos de los instrumentos financieros implicados, del tipo de operación, de las características de la orden o de la frecuencia de negociación. Una operación que resulta adecuada vista de forma aislada puede resultar inadecuada si la recomendación se realiza con una frecuencia que no favorece óptimamente los intereses del cliente. En el caso de la gestión de cartera, una operación también puede resultar inadecuada si da lugar a una cartera inadecuada (Considerando 57 Directiva 2006/73/CE).

En el servicio de gestión de cartera no basta con evaluar la idoneidad una única vez al comenzar a prestar el servicio. Si un cliente solicita al gestor de carteras un cambio en el mandato, el gestor debe obtener información adecuada para poder efectuar el cambio en línea con el régimen de idoneidad (Considerando 60 Directiva 2006/73/CE).

Ni el ordenamiento nacional ni la Directiva hacen alusión explícita a la existencia de un período de tiempo máximo desde que se evalúa la idoneidad y se presta el servicio, pero hay que tener presente que las entidades que presten servicios de inversión deben asegurarse «en todo momento» de que disponen de «toda» la información necesaria sobre sus clientes (art. 79 bis.5 LMV).

5.4. La evaluación de conveniencia

La evaluación de conveniencia es un nuevo requerimiento de la LMV, que se utiliza para valorar el conocimiento y la experiencia del cliente o posible cliente en relación con el producto o servicio de inversión ofrecido o demandado. El deber de evaluar la conveniencia viene recogida en el art. 79 bis.7 y 8 LMV y en el art. 73 del RD 217/2008, que incorporan a nuestro ordenamiento el artículo 19.5 y 6 de la Directiva 2004/39/CE, desarrollado por los artículos 36 y 37 de la Directiva 2006/73/CE.

Cuando una entidad preste servicios distintos a los de asesoramiento en materia de inversión o a los de gestión de carteras debe solicitar al cliente o al cliente potencial, que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado (art. 79 bis.7 1^{er} párr. LMV). La exigencia de la solicitud no alcanza a la situación financiera y a los objetivos del cliente, como ocurría en la evaluación de idoneidad.

La evaluación de conveniencia es de aplicación a los supuestos en que el cliente demanda la prestación de un servicio de ejecución de órdenes en que no se den las circunstancias que permitan la exención de esta evaluación y que más adelante serán señaladas.

La información que debe analizarse para poder evaluar los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio debe comprender: a) los tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente; b) la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el cual se han llevado a cabo; c) el nivel de formación; la profesión actual o profesión anterior pertinente (art. 37.1 Directiva

2006/73/CE). Igual que en la evaluación de idoneidad, también en la evaluación de conveniencia se puede aplicar el principio de proporcionalidad, anteriormente mencionado (art. 37.1 Directiva 2006/73/CE).

La obtención de toda esta información tiene como finalidad el que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado para el cliente (art. 79 bis.7 LMV) y si el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al producto o servicio de inversión ofertado o demandado (art. 73 RD 217/2008). Si en base a esa información, la entidad considera que el producto o el servicio de inversión no es adecuado para el cliente, se lo ha de advertir, pero podrá realizar la operación o prestar el servicio de inversión. Si el cliente no proporciona la información indicada o ésta es insuficiente, la entidad le debe advertir de que esa actitud le impide determinar si el servicio o producto previsto es adecuado para él. Estas advertencias a los clientes pueden realizarse en un formato normalizado (art. 79 bis.7 LMV).

En el caso de contratación telefónica, si el cliente optara por facilitar la información en ese momento, se debe estimar que la grabación de la conversación correspondiente es válida como forma de acreditar la evaluación de conveniencia. Si el cliente decidiera llevar a cabo la operación sin someterse a la evaluación de conveniencia, la contratación podría llevarse a cabo, pero realizando las advertencias correspondientes y quedando constancia en la correspondiente grabación.

En relación con la evaluación de la conveniencia, en los considerandos de la Directiva 2006/73/CE se señala que un cliente que haya iniciado una serie de negociaciones en relación con un tipo específico de producto o servicio desde antes de la fecha de aplicación de la Directiva 2004/39/CE, debe suponerse que tiene la necesaria experiencia y conocimientos para compren-

der los riesgos que conlleva ese producto o servicio de inversión (Considerando 59 Directiva 2006/73/CE). No se concreta el número mínimo de operaciones que deben componer la serie, ni la antigüedad de las mismas. En todo caso, con independencia de su relativo valor normativo, este planteamiento puede facilitar la labor que han de realizar las entidades con un elevado número de clientes. En el actual momento de adaptación cada entidad podría obtener la información necesaria para la evaluación, a través de sus registros históricos en la medida que sea posible o solicitarla directamente a los clientes.

No será razonable presumir la experiencia y conocimientos del cliente si la inversión previa ha sido puntual, si ha transcurrido un lapso de tiempo prolongado desde que se realizaron las operaciones o si la entidad tiene conocimiento de determinadas circunstancias que pueden poner de manifiesto que las operaciones anteriores no eran convenientes (por ejemplo la existencia de reclamaciones).

Una vez transcurrida la fecha inicial de aplicación de la Directiva 2004/39/CE, cuando un cliente inicie una serie de negociaciones en relación con un tipo específico de producto o servicio a través de una entidad, no procede exigir que ésta haga una nueva evaluación con motivo de cada una de las operaciones, sino que será suficiente con que se lleve a cabo la necesaria evaluación de conveniencia antes de iniciar la serie de negociaciones. (Considerando 59 Directiva 2006/73/CE).

La entidad puede asumir que un cliente profesional tiene los conocimientos y la experiencia necesarios para comprender los riesgos que se derivan de aquellos servicios de inversión, tipos de operaciones o productos en los que el cliente está clasificado como cliente profesional (art. 73 RD 217/2008 y art. 36.2 Directiva 2006/73/CE), por

lo que no tendrá que realizar la evaluación (art. 79 bis.6 LMV).

Dado que la evaluación de idoneidad debe recoger información acerca de los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o servicio concreto respecto a los que se está prestando el servicio de asesoramiento o de gestión de cartera (art. 79 bis.6 LMV), si la entidad pretendiera prestar un servicio de inversión distinto de los anteriores sobre los mismos o similares productos o servicios no sería necesario realizar la evaluación de conveniencia, pues la evaluación de idoneidad previa acreditaría los conocimientos y experiencia del cliente.

5.5. Operaciones exentas de evaluación

Existen unos servicios de inversión para los cuales se exceptúa la exigencia de evaluación cuando concurren determinados requisitos. Su régimen está recogido en el art. 79 bis.8 LMV, que incorpora a nuestro ordenamiento el artículo 19.6 de la Directiva 2004/39/CE, que a su vez fue desarrollado parcialmente por el artículo 38 de la Directiva 2006/73/CE.

La entidad que presta un servicio de ejecución o de recepción y transmisión de órdenes de clientes (con o sin prestación de servicios auxiliares) no tiene que solicitar al cliente la información propia de la evaluación de conveniencia, si se cumplen las siguientes condiciones: a) que la orden se refiera a instrumentos financieros no complejos; b) que el servicio se preste a iniciativa del cliente; c) que la entidad haya informado al cliente de que no está obligada a evaluar la «adecuación» del instrumento o servicio y d) que la entidad cumple las disposiciones relativas a los conflictos de interés (art. 79 bis.8 LMV).

El primer requisito consiste en que la orden se refiera a instrumentos financieros no complejos. La delimitación de este concepto adquiere una importancia fundamental. En primer término la LMV reconoce expresamente como instrumentos financieros no complejos a las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a los instrumentos del mercado monetario, a las obligaciones u otras formas de deuda titulizadas salvo que incluyan derivados, a las participaciones en instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo y, por último, la LMV concluye esta relación con la expresión «y a otros instrumentos financieros no complejos».

La Ley consciente de la trascendencia de la adecuada delimitación de esta expresión, recoge una descripción positiva en base a enumerar una serie de requisitos que deben concurrir en un instrumento (distinto a los ya señalados) para que sea no complejo y una enumeración excluyente, en la que se señalan instrumentos financieros que no se consideran no complejos.

Se estiman como instrumentos financieros no complejos, además de los indicados expresamente como no complejos, aquellos en los que concurren las siguientes condiciones: i) que existen posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor; ii) que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento; iii) que exista a disposición del público información suficiente y comprensible sobre sus características, de modo que a un cliente minorista medio le permita emitir un juicio fundado

para decidir si realiza una operación en ese instrumento.

Para precisar más la delimitación de los instrumentos no complejos, la LMV enumera los siguientes instrumentos financieros que no se han de considerar no complejos y que son los siguientes: i) los valores que dan derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que dan lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas, y ii) los instrumentos financieros que comprendidos en el ámbito de la LMV no son valores negociables, es decir: los contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con diferentes subyacentes (descritos en el art. 2 ap. 2, 3, 4, 5 y 8 LMV), los instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito (art. 2 ap. 6 LMV) y los contratos financieros por diferencias (art. 2 ap. 7 LMV).

En relación con la delimitación de los productos financieros, hay que llamar la atención sobre el desconcierto que puede producir a los clientes el observar cómo determinados productos bancarios y de seguros pueden ser sustitutivos de instrumentos financieros comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la LMV e incluso ser distribuidos por los mismos o muy cercanos canales comerciales y sin embargo no estar sometidos a deberes semejantes, tal como ocurre con el deber de evaluación.

La segunda condición para que no sea necesario evaluar la conveniencia es que el servicio se preste a iniciativa del cliente. La Directiva 2004/39/CE considera que todo servicio se presta a iniciativa de un cliente, salvo que el cliente lo solicite en respuesta a una comunicación personalizada, proce-

dente o por cuenta de la empresa a ese cliente concreto, que contenga una invitación o pretenda influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o una operación específica. Un servicio puede considerarse prestado a iniciativa del cliente «a pesar de que el cliente lo solicite basándose en cualquier tipo de comunicación que contenga una promoción u oferta de instrumentos financieros, realizada por el medio que fuere, que por su propia naturaleza sea general y esté dirigida al público o a un grupo o categoría de clientes o posibles clientes más amplio». (Considerando 30 Directiva 2004/39/CE).

La tercera exigencia se refiere al deber que tiene la entidad de informar al cliente con claridad de que no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado (evaluación de conveniencia) y que, por tanto, el cliente no goza de la protección que se derivaría de esta actuación. Esta advertencia puede realizarse en un formato normalizado.

Por último, el cuarto requisito consiste en que la entidad cuente con medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés perjudiquen a sus clientes y medidas de control de las operaciones que realicen, con carácter personal, los miembros de sus órganos de administración, empleados, agentes y demás personas vinculadas a la empresa, cuando tales operaciones puedan entrañar conflictos de interés o vulnerar, en general, lo establecido en la LMV (art. 79. bis.8.d, remitiéndose al art. 70 ter.1.d) y a la letra d) del ap. 1 del art. 70, que no existe).

6. CONSIDERACIONES FINALES

Los plazos para incorporar y aplicar la normativa MiFID al ordenamiento español fueron incumplidos, pero junto a este hecho se produjo el extraño fenómeno, oportuna-

mente alentado por la CNMV, consistente en que las entidades que prestan servicios de inversión elaboraron planes de adaptación y comenzaron su implantación antes de la entrada en vigor del texto legal, dando lugar así a una especie de eficacia directa voluntaria de la Directiva. Estas entidades deben culminar el proceso de adaptación de sus estatutos, programas de actividades y reglamentos internos de conducta en los próximos meses.

La incorporación a la LMV de un amplio conjunto de deberes tuitivos hacia los clientes tiene como objetivos el reforzar y el adecuar el sistema de protección de los inversores frente a los cambios estructurales que se contemplan en los mercados de valores. Dentro de este capítulo de deberes, los de clasificación y evaluación de los clientes son el punto de partida para una adecuada aplicación de los demás. Como consecuencia de la clasificación y evaluación se podrá graduar el nivel de protección a las características y, en su caso, a la voluntad del cliente y obtener la información necesaria para

valorar la idoneidad y conveniencia de los productos y servicios de inversión.

Estas exigencias no deben concebirse ni presentarse como un trámite burocrático, sino como un valor añadido que se incorpora a un producto más personalizado; aunque también hay que ser conscientes de que la aplicación responsable de esta normativa implica una limitación en la oferta potencial de productos y servicios en general y una mayor dedicación de recursos personales y económicos. Tampoco hay que olvidar que la falta de adecuado cumplimiento conlleva la correspondiente responsabilidad.

Los clientes-inversores deben tomar conciencia de las consecuencias que comporta su clasificación en una categoría y de la trascendencia de actos como la solicitud de reclasificación o el suministrar información veraz sobre ellos mismos. La necesaria labor de divulgación y concienciación sobre estas materias compete tanto a la CNMV como a todos los intervinientes en los mercados.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CACHON BLANCO, J.E. (1994): «El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 55: 635-685.
- CRESPO RODRÍGUEZ, M. (2007): «Normas de conducta, protección del inversor e integridad de los mercados», en URIA, F. (coord.): *Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, La Ley: 229-300, Madrid.
- ENTRENA PALOMERO, C. (2002): «La protección del inversor en el Mercado de Valores español», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 38:147-177.
- FERNÁNDEZ PEREZ, N. (2000): «La Protección Jurídica del Accionista Inversor», *Revista de Derecho de Sociedades*, Serie Monografías, 14, Aranzadi, Pamplona.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ GOMEZ-ACEBO, A. (1999): «La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del Mercado de Valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 76: 65-133.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (2007): «Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos» (2007) (Informe completo), *Papeles de la Fundación*, 21, Fundación de Estudios Financieros, Madrid.
- PETIT LAVAL, M.V. (2004): «La creación de los comisionados para la protección de los clientes de servicios financieros», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 96: 35-55.
- PUYALTO FRANCO, M.J. (2003): «La protección del cliente de servicios financieros en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema financiero», *Revista Española de Seguros*, 116: 465-499.
- SÁNCHEZ ANDRES, A. (1999): «La protección del inversor y el fondo de garantía de inversiones», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 75: 111-130.
- TAPIA HERMIDA, A.J. (1993): «Las normas de actuación en los mercados de valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 50: 315-360.
- (1995): «Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores: la Orden de 25 de octubre de 1995», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 60: 1160-1169.
- (1996): «Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 63: 561-607.
- TEJERA GIMENO, M.C. (2007): «Instrumentos de protección de los derechos de los inversores», en URIA, F. (coord.): *Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, La Ley: 707-783, Madrid.
- TRIAS SAGNIER, M. (2000): «El sistema de protección del accionista inversor», *Revista de Derecho de Sociedades*, 14: 197-252.
- URIA FERNÁNDEZ, F. (2007): «La aplicación de la 'MIFID' a las entidades de crédito. Una aproximación a partir del Anteproyecto de Ley de Modificación parcial de la Ley del Mercado de Valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 106: 41-81.

Iniciativas para fomentar el uso de los servicios bancarios a distancia

La banca a distancia, y especialmente la banca online, se ha desarrollado al ritmo de la profundización en la Sociedad de la Información en España, hasta consolidarse como un canal esencial para la distribución de servicios financieros. Cuatro factores han facilitado esta situación: los cambios normativos y regulatorios, los desarrollos tecnológicos del mercado, las mejoras en el acceso y uso y en la funcionalidad ofrecida y, por último, las mejoras en la seguridad de los canales electrónicos. Este artículo hace un repaso de los cuatro pilares que configuran el entorno propicio y señala algunas de las tendencias para los próximos años.

Urrutiko bankua, eta batez ere online bankua, Espainian Informazio Gizartean sakondu den erritmo berean garatu da, finantza-zerbitzuak banatzeko ezinbesteko bide gisa finkatu arte. Lau izan dira egoera hau erraztu dutenak: arauetan eta erregulazioan eman diren aldaketak, merkatuaren garapen teknologikoak, eskuraketan eta erabileran baita eskainitako funtzionalitatean ere izandako hobekuntzak eta, azkenik, bide elektronikoen segurtasunean gertatuako hobekuntzak. Artikulu honek inguru egokia prestatzen duten lau euskarrien berrikusketa bat egiten du eta datorren urtetarako joera batzuk aipatzen ditu.

Online banking has developed at the same pace as the Information Society in Spain, it is fast becoming an essential channel for the distribution of financial services. Up to four different factors have eased this situation: legal and regulatory changes, recent technological developments, improvements in usability and functionality and, finally, improvements in security measures for electronic channels. This article reviews the four pillars that configure this favourable environment and points out some future trends.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Las novedades que provienen de la regulación: nueva normativa para el impulso de la sociedad de la información
 3. Las novedades que proceden del mercado: movilidad y Web 2.0
 4. Las novedades fruto de la evolución de las funcionalidades de la banca online: ¿cómo mejorar la experiencia de usuario?
 5. Las novedades que surgen del ámbito de la seguridad: iniciativas para identificar a los usuarios e iniciativas para defenderse de los ataques
 6. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Sociedad de la Información, banca a distancia, banca online, banca móvil, innovación

Keywords: online bank, phishing, mobile bank, digital signature

N.º de clasificación JEL: L86, G21 y O33

1. INTRODUCCIÓN

España se encuentra inmersa en un proceso de profundización en la Sociedad de la Información (SI) que no tiene precedentes. Uno de los sectores económicos que lidera este proceso, y en el que los esfuerzos se ponen de manifiesto de una forma más patente, es el de los servicios bancarios. No obstante, lejos de poder explicar este fenómeno observando exclusivamente los desarrollos tecnológicos del propio sector financiero, es necesario tener en consideración diversos factores que lo han hecho posible. Así, el análisis sistemático de la explosión de la banca a distancia debe con-

templar al menos cuatro pilares: las modificaciones en la regulación, los desarrollos del mercado, los avances en la usabilidad y en la funcionalidad ofrecida por las entidades de crédito y las mejoras en la seguridad del uso de Internet.

Este artículo hace un repaso de los cuatro pilares mencionados, comenzando por el más amplio de la regulación, que no se circunscribe exclusivamente al sector financiero, para finalizar con el de la seguridad. Si bien se ha tratado de describir este último de forma objetiva y técnica, no debemos olvidar que incorpora un componente de percepción y subjetividad por parte del

cliente de servicios bancarios a distancia sobre el que no nos consta que se hayan desarrollado iniciativas relevantes; sin embargo, es esencial para el impulso definitivo a la Sociedad de la Información.

2. LAS NOVEDADES QUE PROVIENEN DE LA REGULACIÓN: NUEVA NORMATIVA PARA EL IMPULSO DE LA SOCIEDAD DE LA INFORMACIÓN

2.1. Plan Avanza

España cuenta con un plan director para el desarrollo de la Sociedad de la Información y de convergencia con Europa denominado Plan Avanza, cuyo titular es la Secretaria de Estado de Telecomunicaciones y para la SI, integrado en el programa de reformas para cumplir con la renovada

Estrategia de Lisboa del año 2005, cuyos objetivos están orientados al crecimiento económico y a la creación de empleo. Desde un punto de vista global, el Plan Avanza se integra dentro del objetivo estratégico de impulso a la Investigación + Desarrollo + innovación (Programa Ingenio 2010). Ver gráfico n.º 1

No obstante, previo a la aprobación del español Plan Avanza se desarrolló una Ponencia dentro del Consejo Asesor de Telecomunicaciones y Sociedad de la Información (CATSI) cuyas recomendaciones (junio de 2005) ayudaron a elaborar sus premisas, elementos y objetivos:

- Las tecnologías de la información y las telecomunicaciones (TIC) constituyen la clave del crecimiento económico y de la mejora de la productividad y la competitividad.

Gráfico n.º 1

Plan Nacional de Reformas

1. Refuerzo de Estabilidad Macroeconómica presupuestaria
2. Plan Estratégico de infraestructuras y Transporte y Programa de Agua
3. Aumento y mejora del Capital Humano
4. Estrategia I+D+I (Ingenio 2010)
5. Más competencia, mejor regulación, eficiencia de las AAPP y Competitividad
6. Mercado de trabajo y diálogo social
7. Plan de fomento empresarial

Ingenio 2010

Fomento de la innovación tecnológica y Sociedad de la Información

- AVANZA@: Potenciar la Sociedad de la Información
- CENIT: aumentar la colaboración público-privada en I+D+I
- CONSOLIDER: conseguir la excelencia investigadora

**plan
avanza**

Fuente: Plan Avanza

- Se debe hacer una política inclusiva, para mejorar la calidad de vida y aumentar la cohesión social.
- La elaboración y el desarrollo de un plan con estas características es una tarea común que requiere de la participación y el esfuerzo de toda la sociedad española.
- El Plan se fundamenta en la iniciativa europea «2010: Una Sociedad de Información Europea para el crecimiento y el empleo», presentada por la Comisión Europea el 31 de mayo de 2005.

De acuerdo con su enunciación de objetivos, el Plan Avanza se orienta a conseguir la adecuada utilización de las TIC para contribuir al éxito de un modelo de crecimiento económico basado en el incremento de la competitividad y la productividad, la promoción de la igualdad social y regional y la mejora del bienestar y la calidad de vida de los ciudadanos, estructurándose en torno a cinco grandes áreas de actuación:

1. *Ciudadanía Digital, (hogar e inclusión de ciudadanos)*, donde se desarrollan medidas para garantizar la extensión del uso de las TIC en los hogares y para aumentar y potenciar la inclusión; además, se amplían los ámbitos de participación de la ciudadanía en la vida pública, cuyos objetivos son:
 - Aumentar la proporción de hogares equipados y que usan las TIC de forma cotidiana.
 - Incrementar el conocimiento de los beneficios de la SI entre los ciudadanos, así como la proporción de personas que utilizan las TIC en su vida diaria.
2. *Competitividad e Innovación*, con medidas encaminadas a impulsar el desarrollo del sector TIC en España y la adopción de soluciones tecnológicamente

avanzadas por las pymes españolas. Esta área de actuación persigue incrementar el grado de adopción de las TIC por parte de las pymes en los procesos de negocio. Un ejemplo sería la conexión a la banda ancha o impulsar la implantación de la factura electrónica.

3. *Economía Digital (educación en la era digital)*, incorporando las TIC en el proceso educativo y formativo e integrando a todos los agentes que en él participan.
4. *Servicios Públicos Digitales*, con medidas que permitan mejorar los servicios prestados por las Administraciones Públicas, aumentando la calidad de vida de los ciudadanos y la eficiencia de las empresas, que tiene como metas:
 - Conseguir una Administración Electrónica completamente desarrollada.
 - Garantizar el derecho de ciudadanos y empresas a relacionarse electrónicamente con las Administraciones Públicas.
 - Transformar una educación basada en modelos tradicionales en una educación cimentada en la SI.
5. *Contexto Digital*, con el despliegue de infraestructuras de banda ancha que lleguen a todo el país, genere confianza en ciudadanos y empresas en el uso de las nuevas tecnologías, proporcione mecanismos de seguridad avanzados y promueva la creación de nuevos contenidos digitales. El objetivo de este Contexto Digital es:
 - Extender las infraestructuras de telecomunicaciones en áreas con demanda desatendida.
 - Extender la banda ancha y la movilidad.

- Aumentar el grado de concienciación, formación y sensibilización de los ciudadanos, empresas y Administraciones Públicas, en materia de seguridad de las TIC.
- Impulsar la identidad digital.

En línea con las áreas de actuación, este Plan se acompañará de reformas normativas para incrementar el desarrollo de la Sociedad de la Información, para eliminar las barreras existentes a la expansión y uso de las tecnologías de la información y de las comunicaciones y para garantizar los derechos de los ciudadanos en la nueva SI.

Actualmente las piezas angulares de nuestro marco jurídico en cuanto al desarrollo de la SI son:

- Ley 56/2007, de 28 de diciembre, de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información.
- Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico.
- Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica.

Que se complementan, aunque de forma indirecta, con:

- Ley 32/2003, de 3 de noviembre, y Ley 11/1998, de 24 de abril, General de Telecomunicaciones.
- Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista.

Si bien la mayoría de la normativa no se ha aprobado bajo el paraguas del Plan Avanza, ha sido actualizada y puesta al día por la Ley 56/2007, de 28 de diciembre, de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información (LISI), lo que nos permite considerarla como el elemento central de toda nuestra normativa en materia de Sociedad de la Información.

2.2. **Ley de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información**

Principales novedades de la Ley

La Ley de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información se organiza en torno a 2 capítulos. El capítulo I de la Ley introduce los preceptos dirigidos a impulsar el empleo de la factura electrónica y el uso de medios electrónicos en todas las fases de los procesos de contratación, así como a garantizar una interlocución electrónica de los usuarios y consumidores con las empresas que presten determinados servicios de especial relevancia económica. Las principales aportaciones se dan en las siguientes áreas:

—*Facturación electrónica.* La Ley establece la obligatoriedad del uso de la factura electrónica en la contratación con el sector público estatal y define el concepto legal de factura electrónica como «un documento electrónico que cumple con los requisitos legal y reglamentariamente exigibles a las facturas y que, además, garantiza la autenticidad de su origen y la integridad de su contenido, lo que impide el repudio de la factura por su emisor». Así se establece que en un plazo máximo de 6 meses desde la publicación de la Ley, el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y el Ministerio de Economía y Hacienda aprobarán las normas sobre formatos estructurados estándar de facturas electrónicas, mientras que en 9 meses el Gobierno establecerá un plan para la generalización del uso de la factura electrónica en España.

—*Firma electrónica.* La LISI establece la obligación de las empresas de sectores con especial incidencia en la actividad económica de facilitar un medio de interlocución telemática a los usuarios que cuenten con certificados

reconocidos de firma electrónica. De esta manera, se trata de asegurar que los ciudadanos cuenten con un canal de comunicación electrónica con las empresas cuyos servicios tienen una mayor trascendencia cotidiana. A tales efectos, se especifica que dicha interlocución telemática debe facilitar al menos la realización de trámites tales como:

1. La contratación electrónica, modificación de condiciones contractuales, finalización o rescisión.
2. La consulta de datos de cliente incluyendo un histórico de facturación de los últimos 3 años.
3. La presentación de quejas, incidencias y reclamaciones, garantizando la constancia de su presentación.
4. El ejercicio de derechos de acceso, rectificación, oposición y cancelación en materia de protección de datos.

En este sentido, tendrán la consideración de empresas que presten servicios al público en general de especial trascendencia económica las que agrupen a más de cien trabajadores o aquéllas cuyo volumen anual de operaciones exceda de 6 millones de euros. En particular, aquí se han de incluir aquellas empresas que ofrecen servicios financieros destinados a consumidores: servicios bancarios, de crédito o de pago, servicios de inversión, operaciones de seguros privados, planes de pensiones y la actividad de mediación de seguros. No obstante, el citado precepto no impide que, excepcionalmente, las empresas obligadas por dicho precepto no faciliten la contratación de productos o servicios que, por su naturaleza, no sean susceptibles de comercialización por vía electrónica.

En esta línea y aprovechando las ventajas del DNI electrónico (DNle), Caixa Galicia se ha convertido a principios de marzo de

2008 en la primera entidad de crédito española en permitir que parte de sus contratos se firmen mediante el uso de este documento de identificación, sin necesidad de desplazarse a la sucursal para rubricar dichos contratos. Para ello emplea tecnología de firma electrónica y archivo totalmente española y con plena validez jurídica.

—Ofertas públicas de contratación electrónica entre empresas. La Ley define oferta pública de contratación electrónica entre empresas (B2B) como el proceso electrónico total, abierto y limitado en el tiempo, por el que una empresa ofrece la posibilidad de comprar o vender un determinado tipo de productos a otras empresas de manera que la contratación final se adjudique a la propuesta mejor valorada. Igualmente, se definen los requisitos para que sea calificada «Oferta pública de contratación electrónica de transparencia garantizada». Por su idoneidad en los procesos de contratación pública, el Gobierno promoverá la contratación electrónica de transparencia garantizada en sus relaciones comerciales.

El capítulo II de la Ley engloba las modificaciones legislativas que se han estimado necesarias para promover el impulso de la SI y de las comunicaciones electrónicas.

Modificaciones a la Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico

Las modificaciones que afectan a la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico (LSSI)-tienen como finalidad, entre otras:

—Introducir obligaciones en materia de transparencia de precios: cuando el servicio de la SI haga referencia a precios, se facilitará información clara y

exacta sobre el precio del producto o servicio, indicando si incluye o no los impuestos aplicables y, en su caso, sobre los gastos de envío o sobre aquello que dispongan las normas de las Comunidades Autónomas con competencias en la materia.

- Flexibilizar las obligaciones referidas a las comunicaciones comerciales y a la contratación electrónica a fin de, entre otras razones, adecuar su aplicación al uso de dispositivos móviles (teléfonos, agendas electrónicas...).
- Suprimir la obligación acerca de la constancia registral de los nombres de dominio, dado que se ha revelado como poco operativa desde un punto de vista práctico.
- Establecer obligaciones de información sobre seguridad: la obligación de los proveedores de acceso a Internet establecidos en España de informar a sus usuarios sobre los medios técnicos que permitan, entre otros, la protección frente a virus informáticos y programas espía, la restricción de los correos electrónicos no solicitados, y la restricción o selección del acceso a determinados contenidos y servicios no deseados o nocivos para la juventud y la infancia. Se obligará igualmente a dichos prestadores, así como a los prestadores de servicios de correo electrónico, a informar a sus clientes sobre las medidas de seguridad que aplican en la provisión de sus servicios. Se encomendará a los proveedores de servicios de acceso la función de informar a sus clientes sobre las posibles responsabilidades en que puedan incurrir por el uso de Internet con fines ilícitos; en particular, para la comisión de ilícitos penales y por la vulneración de la legislación en materia de propiedad intelectual e industrial.
- Precisar la responsabilidad del proveedor del enlace (*link*) o del motor de búsqueda de los contenidos de los que tiene conocimiento cuando hayan sido elaborados bajo su «dirección, autoridad o control».
- Facilitar el acceso a los códigos de conducta por vía electrónica, fomentándose su traducción a las distintas lenguas oficiales del Estado y de la Unión Europea con el fin de proporcionarles la mayor difusión posible.
- Flexibilizar la exigencia de información sobre mensajes publicitarios a través de correo electrónico o medios de comunicación equivalentes de modo que, en lugar de la inserción del término «publicidad» al inicio del mensaje, pueda incluirse la abreviatura «publi». Se trata de una medida que ha sido solicitada en diversas ocasiones por agentes que desarrollan actividades relacionadas con la publicidad a través de telefonía móvil y, por otra parte, no supone menoscabo de la protección y de los derechos de información de los usuarios, ya que el término «publi» es fácilmente reconocible como indicativo de «publicidad».

Modificaciones a la Ley de Firma Electrónica

Las más destacadas modificaciones que afectan a la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de Firma Electrónica son:

- Establecer obligaciones de información previas a la contratación mediante técnicas adecuadas al medio de comunicación utilizado, de forma permanente, fácil y gratuita. Dicha información debe ser clara, comprensible e inequívoca e incluir:
 1. Los distintos trámites que deben seguirse para celebrar el contrato.

2. Si el prestador va a archivar el documento electrónico en que se formalice el contrato y si éste va a ser accesible.
 3. Los medios técnicos que pone a su disposición para identificar y corregir errores en la introducción de los datos.
 4. La lengua o lenguas en que podrá formalizarse el contrato.
- Flexibilizar las obligaciones de información previa en materia de contratación electrónica para ponerla a disposición de los usuarios «mediante técnicas adecuadas al medio de comunicación utilizado», con vistas a facilitar la realización de operaciones de contratación electrónica mediante dispositivos que cuenten con pantallas de visualización de formato reducido.
 - Entender cumplidas las obligaciones de información previa cuando el prestador facilite de manera permanente, fácil, directa y exacta la dirección de Internet en que dicha información es puesta a disposición del destinatario en los casos en los que el citado prestador diseñe específicamente sus servicios de contratación electrónica para ser accedidos mediante dispositivos que cuenten con pantallas de formato reducido.
 - Definir «documento electrónico» para alinearlos en mayor medida con los conceptos utilizados en otras normas españolas de carácter general y en los países de nuestro entorno como la información de cualquier naturaleza en forma electrónica, archivada en un soporte electrónico según un formato determinado y susceptible de identificación y tratamiento diferenciado.
 - Aceptar el especial valor probatorio de los contratos electrónicos que se rea-

licen mediante el uso de instrumentos de firma electrónica.

Modificaciones a la Ley de Ordenación del Comercio Minorista

Debemos mencionar que, entre las modificaciones que afectan a la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista, se introduce un nuevo tipo de infracción a fin de respaldar la nueva obligación de disponer de un medio de interlocución electrónica para la prestación de servicios al público de especial trascendencia económica.

Modificaciones a la Ley General de Telecomunicaciones

Las novedades más relevantes que afectan a la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones son las siguientes:

- Garantizar que todos los usuarios finales puedan obtener una conexión a la red pública desde una ubicación fija y acceder a la prestación del servicio telefónico. La conexión debe ofrecer al usuario la posibilidad de efectuar y recibir llamadas telefónicas y permitir comunicaciones de fax y datos de velocidad suficiente para acceder a Internet, debiendo permitir dicha conexión las comunicaciones en banda ancha en los términos definidos por la normativa.
- Instar a que la autoridad de asignación de los nombres de dominio de Internet bajo el código de país correspondiente a España (».es») adopte las medidas que sean necesarias para asegurar que puedan asignarse nombres de dominio que contengan caracteres propios de las lenguas oficiales de España distintos de los incluidos en el alfabeto inglés, como es la letra «ñ» o la «ç».

- Impulsar la extensión de la banda ancha con el fin de conseguir antes del 31 de diciembre de 2008 una cobertura de servicio universal de banda ancha, para todos los ciudadanos, independientemente del tipo de tecnología utilizada (en su caso) y de su ubicación geográfica.
- Analizar de forma continua las diferentes opciones tecnológicas y las condiciones de provisión de servicios de acceso a Internet de banda ancha. Para ello, se colaborará con los diferentes sectores interesados a fin de que asesoren al Gobierno en la elaboración de un informe anual sobre la situación del uso de los servicios de acceso a Internet de banda ancha en España, que tendrá carácter público.
- Elaborar un Plan para la mejora de los niveles de seguridad y confianza en Internet, que incluirá directrices y medidas para aumentar la seguridad frente a las amenazas de Internet y proteger la privacidad *online*.
- Asignar a la Secretaría de Estado de Telecomunicaciones y para la Sociedad de la Información la facultad de recabar de los agentes que operan en el sector de las TIC y de la SI en general, la información necesaria para fines estadísticos y analíticos.
- Establecer la obligación de que, a la hora de elaborar los proyectos de obras de construcción de carreteras o de infraestructuras ferroviarias, se prevea la instalación de canalizaciones para el despliegue de redes de comunicaciones electrónicas a lo largo de toda la longitud de las mismas y del equipamiento para asegurar la cobertura de comunicaciones móviles en todo su recorrido.

Modificaciones a la legislación de sociedades

La LISI introduce también algunos cambios respecto a la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada y respecto al texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989. La principal modificación de la legislación de sociedades es la rebaja de manera drástica de los tiempos de constitución de una sociedad limitada, pudiéndose reducir hasta cuatro días. En concreto, la modificación se basa en las siguientes medidas:

1. Introducción de un modelo orientativo de estatutos en la sociedad de responsabilidad limitada.
2. Agilización de los trámites que implican la obtención de una denominación social como paso previo a la constitución de una sociedad de responsabilidad limitada, sin por ello restar importancia a la seguridad que aporta al tráfico mercantil el sistema vigente de denominaciones sociales, tutelado por el Registro Mercantil Central.
2. Facultar a los administradores, desde el otorgamiento de la escritura fundacional, para el desarrollo del objeto social y para la realización de toda clase de actos y contratos relacionados con el mismo.

Preceptos de impulso a la Sociedad de la Información

Por último, la LISI incorpora otros preceptos en su función de facilitador de acceso a la Sociedad de la Información tales como:

- Promover el impulso, el desarrollo y la aplicación de los estándares de accesibilidad para las personas con discapacidad en los diseños y procesos

basados en las nuevas tecnologías de la SI.

- Regular los instrumentos telemáticos necesarios para ser utilizados por aquellos profesionales colegiados que elaboren y preparen proyectos e informes que hayan de incorporarse a los procedimientos que tramiten las Administraciones Públicas.
- Difundir las aplicaciones declaradas de fuente abierta por las propias Administraciones Públicas, así como asesorar sobre los aspectos jurídicos, tecnológicos y metodológicos para la liberación del software y conocimiento.
- Establecer los medios de apoyo y líneas de financiación para el desarrollo de los servicios de la SI promovidos por entidades privadas sin ánimo de lucro.
- Poner a disposición de los ciudadanos, en los términos legalmente establecidos, los contenidos digitales de las Administraciones Públicas de cuyos derechos de propiedad intelectual sean titulares o que pertenezcan al dominio público.
- Ofrecer la posibilidad, tanto a las personas físicas como jurídicas, de poner a disposición del público los contenidos de las obras digitalizadas de las que sean titulares, con la finalidad de fomentar las nuevas tecnologías y la SI entre los ciudadanos.

3. LAS NOVEDADES QUE PROCEDEN DEL MERCADO: MOVILIDAD Y WEB 2.0

3.1. Los nuevos canales de banca a distancia

La mayoría de las entidades financieras españolas ha optado por contar con una red de distribución multicanal que incluye la red de oficinas y distintas modalidades de

banca a distancia, cada una de ellas con características específicas que las hacen idóneas para distintas operaciones o segmentos. Frente al trato personal recibido en las oficinas bancarias, las alternativas de autoservicio, ya sea en cajero, por teléfono o a través de Internet, tienen el valor de la inmediatez y de la disponibilidad permanente, siempre que se cuente con la aceptación por parte de los clientes. Para lograrlo, es necesario proporcionar elementos de control sencillos y, si fuera necesario, incentivar el uso del autoservicio para las operaciones más costosas.

Una de las primeras cuestiones que debe aclararse es el carácter sustitutivo o complementario de cada canal con respecto a los otros y, particularmente, en relación con la red de oficinas bancarias. La banca a distancia es una herramienta poderosa para liberar de la carga de trabajo transaccional a los empleados pero, a día de hoy, casi siempre es necesario complementarla con la red de distribución física, tanto por la importante labor comercial en las oficinas como por la mayor confianza que inspira a los clientes en la contratación de ciertos productos (hipotecas, préstamos personales y, en particular, depósitos, fondos de inversión o seguros financieros). Así pues, la banca a distancia debe considerarse como una oferta de valor añadido a los clientes y como un elemento de fidelización.

La experiencia muestra cómo las entidades españolas con presencia exclusivamente *online* tardaron varios años en asentarse y obtener beneficios en sus primeros años de actividad (2000-2006), coincidiendo con un período de gran crecimiento del sector tradicional¹. Tras un período de adaptación, la evidencia apunta a que la rentabilidad de la banca *online* recae, fundamentalmente, en los depósitos y los créditos hipotecarios², mientras que las entidades

¹ Calvo y Martín de Vidales (2007).

² Fundación Orange (2007), p. 202.

bancarias han asimilado el uso de Internet como un canal adicional para la distribución de una oferta más amplia de productos y servicios.

Uno de los puntos débiles de la banca a distancia es la frialdad de la relación, la falta de cercanía y de comprensión de las necesidades de cada cliente. Por este motivo, el diseño de estos canales debe hacer frente a las reticencias de los usuarios demostrándoles que cada funcionalidad ha sido pensada para ellos. Pese a que se suele hacer hincapié en la seguridad como un factor crítico para los usuarios, algunos estudios de mercado lo sitúan en segundo o tercer lugar en favor de la facilidad de uso y acceso, el verdadero elemento diferencial para los clientes.

La percepción del cliente sobre la tecnología es tan importante o más que las medidas objetivas que se puedan realizar desde las entidades financieras, por lo que la experiencia de usuario ha de pasar a un primer plano estratégico. La sencillez de uso, la disposición lógica de la información y la presentación de mensajes claros y comprensibles mejoran la interacción del cliente bancario con los sistemas de su entidad, mientras que los problemas relacionados con la tecnología producen un alto grado de frustración. En muchos casos, un cliente frustrado renunciará a usar el canal de manera indefinida, y el esfuerzo para recuperarlo será considerablemente mayor que el inicial.

Como cabría esperar, el perfil de los usuarios interesados por los nuevos canales estará íntimamente ligado a la experiencia de usuario que se proporcione. Así, sistemas con cierta complejidad de uso o que requieran un conocimiento previo de la tecnología tendrán mayor aceptación entre la población más joven (acostumbrada a manejar tecnología con soltura) y entre aquella que dispone de un mayor grado de formación académica. Esto se puede ver en el

caso de la banca electrónica en España, que en 2006 era utilizada mayoritariamente por población entre 25 y 44 años (67,1%) y con formación educativa superior (50%)³, en porcentajes muy superiores a los que presentan esos grupos en la pirámide de población española (39,1% y 16,6%, respectivamente).

Tras la sencillez de uso, el segundo factor más apreciado por los usuarios de banca a distancia es la capacidad de personalización, la adaptación de la oferta a las necesidades específicas de cada cliente. Muchas entidades financieras españolas ya ofrecen alertas (por correo electrónico o SMS) relacionadas con movimientos en cuenta o con operaciones de tarjetas de crédito. Algunas incluso adaptan la pantalla de inicio de la banca *online* y de los cajeros automáticos con las operaciones más frecuentes de cada cliente. Sin embargo, todavía se puede ir mucho más lejos si se combinan técnicas de minería de datos (*data mining*) con sistemas de recomendación social y con el estudio de patrones de uso. Algunas operaciones empresariales de los últimos meses, como la entrada de BBVA con 24 millones de dólares en el capital de MyStrands (una empresa española dedicada a la recomendación social de contenidos musicales), muestran un interés creciente de los bancos por conocer mejor los gustos de sus clientes.

El análisis de la información bruta que tienen a su disposición las entidades de crédito, junto con la contratación *online* (que se verá impulsada con la aplicación de la Ley 56/2007, de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información, como se ha visto en el epígrafe anterior) son los siguientes pasos en la creación de servicios mejor orientados al cliente y en el uso de la banca a distancia como canal comercial. La explo-

³ Climent y Momparler (2006).

tación de los datos de clientes debería permitir ofrecer información sobre productos de interés para el cliente y también servicios que puedan ser relevantes para éste, conocidas las operaciones que realiza habitualmente (compra de entradas, domiciliación de recibos...).

El hecho de que las entidades de crédito conozcan cada vez mejor a sus clientes hace surgir también ciertos temores sobre la preservación del derecho a la intimidad y, particularmente, sobre el cumplimiento de la Ley Orgánica de Protección de Datos. Aquí entramos en el terreno de la seguridad y la confianza, que constituye la tercera preocupación de los clientes de banca a distancia. Generalmente, la confianza que transmite la marca de la entidad es suficiente para una mayoría de usuarios, pero la seguridad del servicio ofrecido es esencial para mantener la satisfacción del cliente. Como se verá el apartado posterior dedicado a la seguridad, los sistemas de claves de acceso, la certificación Web y el cifrado de los datos para el envío de información a través de Internet son algunas de las herramientas desplegadas para luchar contra fraudes como el *phishing*, una práctica de suplantación de identidad de empresas que se encuentra en alza y que afecta en un 89% de los casos a empresas de servicios financieros⁴. Previsiblemente, la generalización del uso del DNI electrónico como medio de identificación proporcionará un mayor grado de confianza a los usuarios e impulsará el uso de la banca electrónica en España, que presenta una de las tasas de penetración más bajas de la Unión Europea, con sólo un 31% de los internautas haciendo uso de ella⁵.

3.2. Banca móvil

Dentro de las variantes de banca a distancia, la telefonía móvil, que ha alcanzado niveles de penetración superiores al 100%⁶ en poco más de una década, lleva años evaluándose como herramienta o trampolín para ofrecer servicios financieros. Sin embargo, los intentos de llevar el banco al teléfono móvil en los primeros años 2000 fueron poco exitosos. Entonces, las entidades se toparon con un entorno desfavorable provocado por el estallido de la burbuja 'puntocom' y con una tecnología todavía inmadura para ofrecer servicios atractivos para el público. Los terminales con pequeñas pantallas en escala de grises y las lentas conexiones de datos GSM no proporcionaban una experiencia de usuario satisfactoria y la aceptación fue muy baja, dejando a la banca móvil con una presencia casi testimonial en la distribución multicanal de las grandes entidades.

Unos años después la situación ha cambiado sensiblemente, al menos en lo que a la tecnología se refiere. La extensión de las redes móviles de alta velocidad (UMTS y HSPA) permite ahora la transmisión de datos de manera ágil, y los terminales han evolucionado en consonancia, ofreciendo mayores pantallas en color y capacidades de procesamiento de información que antes sólo estaban reservadas a las agendas electrónicas personales (PDA). Esto ha permitido que se desarrolle una gran variedad de pequeñas aplicaciones que los usuarios pueden descargar a sus teléfonos, desde juegos hasta programas de cartografía pasando, por supuesto, por aplicaciones suministradas por entidades financieras.

Las entidades de crédito tienen a su disposición diversas tecnologías para ofrecer sus productos y servicios empleando teléfo-

⁴ Fundación Orange (2007), p. 39.

⁵ Eurostat (2007).

⁶ Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (2007).

nos móviles. La forma de comunicación más sencilla es la basada en mensajes cortos (SMS), que tienen como principales ventajas su bajo coste, la familiaridad para la mayoría de los usuarios y la compatibilidad con cualquier terminal, sin necesidad de adquirir un modelo de última generación. Este sistema es idóneo para el envío de información a los clientes, ya sea publicidad o, mejor todavía, alertas personalizadas asociadas a la cotización de valores, a los movimientos en cuenta o al uso de tarjetas.

También es posible realizar determinadas transacciones a través de SMS, pero los incentivos para que un usuario utilice este tipo de sistemas en España son limitados. La experiencia de usuario es poco agradable, ya que no se muestra ningún tipo de interfaz gráfica y se debe teclear el código correspondiente para cada operación a realizar, que además varía de una entidad a otra. Frente a esta alternativa, los usuarios suelen preferir desplazarse a una de las más de 38.000 oficinas de bancos, cajas de ahorros o cooperativas de crédito en nuestro país⁷, o bien acceder a la operativa a través de la banca *online*. En España, HalCash fue uno de los primeros servicios financieros en usar esta tecnología. Esta iniciativa, promovida por un grupo de bancos y cajas de ahorros españoles, a los que se unió el Banco de Guayaquil (Ecuador), permite el envío de fondos a un usuario de teléfono móvil, que puede retirar el efectivo en los cajeros automáticos de las entidades adscritas introduciendo un código recibido por SMS. Aunque estos servicios no gozan de éxito masivo en España, en países con menores niveles de bancarización, la alta penetración del teléfono móvil lo convierte en un canal relevante de distribución de servicios financieros, como demuestra el éxito

de soluciones como M-PESA (Kenia), Wizzit (Sudáfrica) o G-Cash (Filipinas).

El siguiente avance conceptual en la prestación de servicios financieros en movilidad es el acceso a un portal de banca electrónica adaptado a los dispositivos móviles. En esencia, el cliente navega por una versión reducida (WAP), tanto en tamaño como en funcionalidades, del canal de banca *online*. El principal inconveniente de esta modalidad de acceso es la usabilidad, marcada negativamente por la lentitud de las conexiones y por el escaso atractivo de la interfaz de usuario; además, los operadores de telecomunicaciones móviles suelen ofrecer tarifas de datos poco comprensibles y significativamente más caras que sus equivalentes fijos. En los próximos meses, la evolución de los terminales móviles y de los planes de precios ofrecidos por los operadores podría cambiar este escenario. Un buen ejemplo próximo a desembarcar en España es el iPhone, el novedoso teléfono de Apple, que incluye un navegador Web completo y que ha sido comercializado en exclusiva en varios países junto con una tarifa plana de datos.

Otra modalidad de banca móvil que soluciona algunos de los inconvenientes del acceso WAP es la instalación por parte del usuario de una pequeña aplicación (generalmente programada en lenguaje JAVA) suministrada por la entidad financiera. En este caso, el acceso a la información y a la operativa bancaria es más atractivo para el cliente, ya que la presentación de la información se hace de manera similar a como se lleva a cabo en cualquier otra herramienta del teléfono. En contrapartida, exige un terminal más sofisticado y el cliente debe ser capaz de instalar el software, algo para lo que no está capacitada una mayoría de clientes.

Son muchas las entidades financieras españolas que ofrecen los servicios de banca móvil ya descritos. No obstante, su

⁷ Asociación Española de Banca (2007) y Confederación Española de Cajas de Ahorros (2007).

relevancia cuantitativa sigue siendo limitada en el contexto de la estrategia multicanal, por las complicaciones que plantea la tecnología, por el alto coste de las conexiones de datos para los usuarios o por la existencia de alternativas más cómodas y atractivas (como la banca *online*). Pese a esto, algunas entidades están haciendo apuestas estratégicas por este canal. Entre ellas, Bankinter anunció en diciembre que se convertiría en la primera entidad financiera española que comercializaría con su propia marca tarjetas de telefonía móvil (SIM) habilitadas para realizar operaciones de banca electrónica. Para poder ofrecer este nuevo servicio, el banco ha firmado un acuerdo con el operador holandés KPN, como ya hiciera un año antes Rabobank en su mercado doméstico. Además de la operativa bancaria habitual, la integración de las aplicaciones financieras en las SIM permite dotar de mayor seguridad a las operaciones, puesto que se incluye un módulo de cifrado de datos.

No obstante, es relevante poner de manifiesto que las mayores tasas de crecimiento de clientes activos en banca a distancia se están produciendo en los servicios de banca móvil por encima del crecimiento de los usuarios de la banca por Internet tradicional o la propia oficina física.

A medio plazo, es previsible que el uso del móvil como medio de acceso a servicios financieros en España adquiera nuevas vertientes, como ya se observa en mercados internacionales. Una de ellas es la integración de tarjetasmonedero equipadas con tecnologías inalámbricas (como PayPass, de Mastercard, o PayWave, de Visa), que está llamada a facilitar las pequeñas compras sin necesidad de emplear efectivo. A partir de ahí, cabe esperar que las siguientes innovaciones en banca móvil estén relacionadas con la tendencia hacia las redes sociales y la participación activa de los

clientes, como ya se observa en el canal de banca *online*.

3.3. Innovación en los servicios financieros en Internet

En los últimos años se ha generalizado el uso de la expresión Web 2.0 para referirse a un nuevo paradigma de Internet, más centrado en el usuario: sus gustos, sus intereses, el contenido que es capaz de generar, sus interacciones con otros usuarios... De hecho, la revista Time eligió como persona del año 2006 al genérico «Tú» («You») como reflejo de la relevancia adquirida por las redes sociales y las páginas dedicadas a la exposición de contenidos creados por los usuarios. Ese mismo año, la empresa Google, dedicada a la búsqueda automática de contenidos en Internet, cerraba la compra de YouTube, una página donde los usuarios pueden subir sus propios videos, por 1.600 millones de dólares; apenas había pasado un año desde su fundación.

Las entidades financieras deben saber adaptarse a este nuevo entorno de mayor poder para los clientes, y eso implica entender Internet como un medio con sus propias condiciones de comunicación con el mercado. Cuestiones como la transparencia en la gestión, la personalización de los servicios o la comunicación bidireccional deben ser el objetivo de esta nueva estrategia, puesto que la mayoría de los internautas comparan ahora la oferta de diversas entidades antes de tomar una decisión de contratación de productos financieros⁸. Por lo tanto, las entidades de crédito deberán acompañar a sus clientes en todo el proceso comercial a través de Internet para lograr su mayor satisfacción: conciencia de una necesidad; búsqueda de ofertas; comparación y selección; adquisición; búsqueda de servicios asociados.

⁸ Heng, Meyer y Stobbe (2007).

Los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito españolas no son del todo ajenos a estos cambios y hace tiempo que permiten a sus clientes personalizar ciertos aspectos como las pantallas de acceso a la banca electrónica y la configuración de alertas. Algunos, incluso, disponen de *blogs* corporativos y fuentes de noticias como medio de acercarse más a sus clientes. Los más aplicados ya han trasladado estos nuevos conceptos a su propia organización y favorecen la participación de sus empleados poniendo a su disposición herramientas de trabajo colaborativo que mejoren los flujos de información interna.

Este tipo de innovación, que podríamos denominar disruptiva por los cambios radicales introducidos sobre la visión y la cultura empresarial, se basa en el conocimiento profundo de la propia organización y del cliente. Por un lado, las ventajas de introducir cambios organizativos de este tipo influyen positivamente sobre el posicionamiento de la entidad como empresa innovadora, sobre la implicación de los empleados en los procesos de decisión y sobre su satisfacción por el reconocimiento mostrado hacia ellos. Por el otro, el conocimiento del cliente y de sus necesidades, sin necesidad de que éste las manifieste explícitamente (mediante el análisis de sus relaciones y sus hábitos) hace más efectiva la labor comercial y lo fideliza para la entidad. En este sentido, Internet ha abierto las puertas a otras formas de prestar servicios financieros a particulares. El concepto de red social se ha aplicado a la creación de nuevos sistemas de préstamos y a la gestión de las finanzas personales, entre otros.

Los préstamos P2P o usuario-a-usuario aprovechan Internet para conectar la oferta y la demanda de crédito entre desconocidos. Plataformas como Zopa en el Reino Unido o Prosper en Estados Unidos ya han puesto en marcha esta idea, desarrollando al mismo tiempo sistemas de calificación

crediticia y de diversificación de riesgos para proporcionar la mayor confianza posible a las partes. Algunas variantes de este tipo de iniciativas están orientadas a la financiación de proyectos empresariales por parte de internautas que forman grupos de inversores, como ocurre en Frooble (Holanda) o en Partizipa (España); y otras páginas se han especializado en la concesión de pequeños préstamos a emprendedores en países en desarrollo. Kiva y Microplace (este último promovido por la empresa estadounidense eBay) son dos buenos ejemplos de sitios dedicados a microfinanzas.

Otra innovación que está gozando de un éxito relativo (aún es pequeño si lo comparamos con el número de usuarios de banca *online*, por ejemplo), especialmente en Estados Unidos, son los sitios dedicados a la gestión de finanzas personales. Existen multitud de empresas como Buxfer, Wesa-be o Mint en las que los usuarios pueden llevar un control de sus cuentas bancarias, además de intercambiar consejos de ahorro e inversión con otros usuarios e, incluso, comparar su balance financiero personal con el de otros usuarios con los que compartan parámetros como el sector de actividad, la categoría profesional, la edad o la ubicación geográfica. En España, Money-trackin' ofrece algunas de estas funcionalidades, además de un localizador geográfico (asociado a un mapa proporcionado por Google) de ofertas de ahorro.

Estos nuevos servicios cubren pequeños nichos de mercado que no afectan al negocio de las entidades financieras, aunque no hay que olvidar que la innovación provoca que la oferta de productos y servicios se amplíe. Por este motivo, los bancos y cajas deben vigilar las tendencias para mantener su posición de liderazgo en el mercado. En este sentido, las empresas más innovadoras podrán suministrar soluciones que se integren en los canales de banca a distan-

cia del sector financiero, aportando una ventaja comparativa frente a la competencia.

4. LAS NOVEDADES FRUTO DE LA EVOLUCIÓN DE LAS FUNCIONALIDADES DE LA BANCA ONLINE: ¿CÓMO MEJORAR LA EXPERIENCIA DE USUARIO?

4.1. Evolución de la banca online en España

La evolución de la banca *online* en España no ha sido uniforme. Los bancos, especialmente los puramente *online* (sin red de oficinas) y algunas entidades que apostaron fuerte por el nuevo canal desde el primer momento, lideraron en un principio los avances, aunque el estallido de la burbuja tecnológica del 2001 supuso un freno para el conjunto del sector. El resto de los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito fueron mas lentos en la implantación de la banca *online* pero, especialmente a partir de 2004, las distancias se fueron acortando y la apuesta por la banca *online* se generalizó. En este sentido, se pueden distinguir tres fases diferenciadas, como se ha podido observar en el informe de *benchmarking* de banca *online* elaborado por Afi⁹:

—Primera fase (hasta 2002). En este primer momento el mercado mantiene una oferta centrada fundamentalmente en las posibilidades de consulta de los productos que el consumidor tiene contratados. Sin embargo, la información disponible, era, por regla general, de peor calidad que la que podría obtener un cliente dentro de los canales tradicionales, ya que no ofrecía un suficiente nivel de detalles específicos. A esto había que añadir que este canal, mucho menos personal que el

resto, carecía de unos buenos medios de asesoramiento sobre productos que pueden ser poco conocidos por muchos de los potenciales usuarios de la banca *online*. Además, las plataformas de contratación y la gama de productos contratables a través de la Red, específicos o no de este canal, estaban poco desarrollados. De esta manera, el servicio al que tenía acceso un hipotético cliente virtual de aquel periodo era, en su conjunto, de peor calidad que el que ofrecía la entidad a través de sus canales tradicionales. Durante esta fase numerosas entidades mantuvieron páginas meramente informativas, poco más que escaparates virtuales.

En esta fase tuvieron un papel particularmente relevante los servicios centralizados de soporte tecnológico que comenzaron a prestar servicios a determinadas cajas de ahorros y cooperativas de crédito. En este grupo se incluyen Rural Servicios Informáticos (RSI), Infocaja, Infodesa, la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), Asociación Técnica de Cajas de Ahorros (ATCA) y Ahorro Corporación.

—Segunda fase (hasta 2004). Las entidades líderes centraron sus esfuerzos en mejorar la operatividad y en un incremento de la gama de productos contratables y las posibilidades de consulta ofrecidas a los clientes sobre los productos que éstos ya tenían contratados en la entidad. En esta etapa se observa un incipiente avance realizado por determinadas cajas de ahorros y cooperativas de crédito. No obstante, el grueso de las cajas aún se mantiene relativamente retrasado frente a los bancos, aunque algunas entidades comenzaron a ocupar posiciones de liderazgo.

⁹ Afi-net Global (2002-2007).

—Tercera fase (a partir de 2004). Las entidades puramente *online* comenzaron a obtener beneficios, lo que supuso el fin de las especulaciones sobre la viabilidad del canal *online* y enterró definitivamente el estancamiento que había resultado de la crisis del 2001. Las cajas de ahorros en su conjunto mostraron un claro interés por el desarrollo de sus portales de banca electrónica, especialmente destacado en entidades que hasta entonces habían permanecido en un segundo plano.

4.2. Tendencias actuales

Entre las tendencias que se observan en el sector destaca la acelerada desaparición de los modelos de banca *online* carentes de capacidades transaccionales y, por tanto, con un carácter fuertemente presencial. Actualmente encontramos en el mercado tan solo entidades englobadas en el modelo mixto (presencial y *online* y, en menor medida, en el modelo puramente virtual (cabe destacar que algunas entidades que nacieron como puramente virtuales han evolucionado hacia modelos mixtos).

A partir del 2005 se ha percibido un considerable avance en los desarrollos acometidos por el conjunto de la banca electrónica en España. Sin duda, los favorables resultados económicos obtenidos por las entidades puramente *online* han contribuido a acelerar este impulso. Una parte significativa del esfuerzo se ha dedicado a renovar sustancialmente el diseño gráfico de las páginas. Los cambios en diseño obedecen en parte al abandono del modelo de escarinate, pero más relevante ha sido el creciente interés, por parte del sector en su conjunto, por la usabilidad. Los portales con mala disposición de elementos funcionales y diseños gráficos poco afortunados han dado paso a páginas mucho más livianas y, por tanto, más rápidas de cargar, en las que la organización de la información ha

cobrado una importancia central, algo imprescindible para facilitar la navegación por un creciente número de productos y servicios.

La mejora en la calidad de las conexiones a Internet, con la implantación cada vez más generalizada de la banda ancha, ha permitido una mayor libertad en el diseño gráfico, hasta muy recientemente encostrado por la necesidad de una carga rápida de las páginas. El incremento en la potencia de los procesadores y el abaratamiento de la memoria también han redundado en mejores prestaciones de las aplicaciones de banca *online*, lo que ha tenido un efecto positivo en la aceptación por parte de los usuarios.

Otro de los factores que está impulsando la mejora de los portales es la experiencia acumulada por el sector. Esta experiencia ha permitido que las entidades presten una mayor atención a aspectos que en las primeras fases de desarrollo quedaban frecuentemente descuidados. Por ejemplo, la abundancia de plataformas y portales diferenciados dificultaba la navegación, al tiempo que incrementaba los costes de mantenimiento del servicio. A lo largo de los últimos años se observa una clara tendencia a la integración, buscando una mayor efectividad y una reducción de los costes. Sin embargo, muchas entidades mantienen y potencian los portales diferenciados en casos considerados estratégicos, como los portales de empresa o los destinados a los jóvenes.

Cabe destacar cómo las entidades están trasladando con creciente agilidad a la Red los productos que ofrecen un mayor interés comercial. Los cambios en la legislación tributaria, por ejemplo, impulsaron en su momento el auge de los planes de pensiones y el declive de los *unit linked*, y más recientemente hemos podido ver la rapidez con la que aparecían en las Webs de las entidades punteras nuevos productos

como los planes individuales de ahorro sistemático (PIAS). Esta tendencia se enmarca dentro de una estrategia de adecuación de las Webs a la comercialización de los productos. Las mejoras en tecnología han permitido dar una mayor flexibilidad y una gestión más sencilla de las páginas. De esta forma, las entidades pueden realizar ajustes a la oferta respondiendo más velozmente a la información que se va recogiendo y a los cambios de estrategia.

La adecuación del servicio a los fines comerciales de las entidades influye también en la organización y estructura de los contenidos. Por ejemplo, las herramientas de asesoramiento y formación, antes concentradas en secciones específicas, se integran de forma creciente con los productos relacionados, siempre buscando un mayor apoyo a las ventas y el cumplimiento con la normativa. Los nuevos diseños permiten a su vez destacar los productos, que ofrecen un mayor interés en cada momento. Por otro lado, es previsible que las entidades sigan incrementando la oferta de productos que se ajusten a las características particulares de cada cliente individual. Los avances en las técnicas de minería de datos y el volumen de información disponible sobre cada cliente ya lo hacen posible, pero tan solo una minoría de las entidades ha implementado esta estrategia.

Sin embargo, este proceso de expansión de la oferta entraña ciertos riesgos, pues algunos productos antes reservados a una minoría de clientes, como los *warrants*, pueden ser contratados por individuos que no los conocen lo suficientemente. Los requisitos de información y las limitaciones de oferta exigidas por la legislación vigente (especialmente la Directiva MiFID), corrigen estos problemas en algunos casos, pero corresponde a las entidades financieras asegurarse de que el canal *online* ofrece un grado de formación y asesoramiento al menos equivalente al que se ofrece en las

oficinas. Las herramientas de asesoramiento y formación vinculadas directamente a los productos ofertados permiten cumplir estos requisitos.

En este contexto, las nuevas tecnologías, como AJAX, han permitido incorporar de forma mucho más simple herramientas sumamente complejas que permiten realizar simulaciones interactivas ajustadas a productos concretos. La amplia oferta de hipotecas, especialmente en los años 2006 y 2007, tuvo su reflejo en simuladores que suministraban informes con las condiciones precisas de cada una de ellas, así como sus ventajas. Los *brokers online* también han experimentado un impulso significativo, gracias a la mayor interactividad, con una mejor selección de la información suministrada a los inversores.

Algunas iniciativas novedosas rompen la separación estricta entre canales. Por ejemplo, Bankinter ha lanzado un servicio de atención por videoconferencia accesible desde su página Web. ¿Se trata de atención telefónica o de un servicio *online*? Sin duda una combinación entre ambas, con un amplio potencial futuro, y que puede mejorar significativamente la experiencia, especialmente de usuarios reacios a acercarse al servicio *online* pero que pueden encontrar en el mismo una referencia conocida y un punto de apoyo humano que facilite la transición hacia el nuevo canal.

Las entidades están intentando acercarse a los clientes implantando las tecnológicas Web 2.0 examinadas anteriormente. La distribución de *widgets*, o pequeños programas que el usuario instala en su escritorio de PC y que proveen información actualizada (cotizaciones de bolsa, alertas de operativa en cuenta, etc.), constituye un buen ejemplo, como lo es la distribución de boletines de noticias (*newsletters*) informativos.

5. LAS NOVEDADES QUE SURGEN DEL ÁMBITO DE LA SEGURIDAD: INICIATIVAS PARA IDENTIFICAR A LOS USUARIOS E INICIATIVAS PARA DEFENDERSE DE LOS ATAQUES

5.1. ¿Es segura la banca *online*?

Uno de los más importantes retos a los que se sigue enfrentando la banca a distancia es la seguridad. Este problema tiene una doble vertiente: por un lado, supone un riesgo económico directo tanto para los clientes como para las entidades, pero además hay que añadir que el temor al fraude constituye un freno considerable a la expansión del canal, ya que un número significativo de usuarios lo rechaza debido a la elevada percepción de inseguridad detectada en el público general.

El reforzamiento de las medidas de seguridad llevado a cabo por los servicios informáticos, incluyendo el cifrado de los datos y la vigilancia exhaustiva de los sistemas de defensa para evitar ataques, han hecho extraordinariamente difícil la realización de ataques exitosos contra las entidades bancarias. Sin embargo, los clientes tienen un grado muchísimo mayor de indefensión, derivado de su desconocimiento del medio así como de la vulnerabilidad de los equipos informáticos domésticos.

Los datos son, desde luego, preocupantes. Según un estudio del Instituto Nacional de Tecnologías de la Comunicación (INTECO)¹⁰, basado en encuestas realizadas a usuarios en todo el territorio nacional en 2007, el número de personas afectadas por algún tipo de fraude relacionado con la banca por Internet ha superado los 300.000. El número que declara haber sufrido pérdidas económicas es muy inferior,

apenas un 2,1%, pero la media de las pérdidas fue de 539 euros.

Otro estudio publicado recientemente por la empresa RSA Security¹¹, indica que España se ha convertido en el tercer país del mundo con un mayor número de intentos de fraude relacionados con la banca *online*, con un 7% del total mundial. El número de ataques globales se ha mantenido relativamente constante a lo largo del 2007, según un informe del Anti Phishing Working Group (APWG)¹², que registró un pico de cerca de 39.000 ataques registrados en septiembre, seguido de un descenso gradual hasta los 25.700 ataques registrados en diciembre. Según esta organización, la banca acumula el 91,7% de todos los ataques detectados en el mes de diciembre de 2007.

Una característica singular de este tipo de fraude es que, debido a su propia naturaleza (facilidad relativa del lanzamiento del ataque, reducido periodo de reacción entre el inicio del mismo y la capacidad de las entidades, falta de prevención por parte de los usuarios finales), hace que detrás de los mismos se pueda encontrar tanto grupos altamente sofisticados como pequeñas operaciones organizadas por un grupo reducido de individuos que solo pretenden obtener cantidades relativamente pequeñas de dinero. Los medios de comunicación anuncian con cierta regularidad la captura de responsables de redes dedicadas a este tipo de fraudes con estafas que alcanzan cantidades que van desde los pocos miles de euros hasta los varios millones. Este mes de febrero se anunció el desmantelamiento en España de una red compuesta por 76 individuos que habían logrado un botín de tres millones de euros.

¹⁰ Instituto Nacional de Tecnologías de la Comunicación (2008).

¹¹ RSA Security (2008).

¹² Anti Phishing Working Group (2008).

El propio Banco de España declaró en su Memoria de Reclamaciones¹³ presentadas en septiembre del 2007 que los «intentos de fraude por Internet han crecido de formas alarmante en los últimos tres años». Según el regulador, el número de ataques de *phishing* pasaron de 33 en el 2004 a 1.184 en el 2006, último año para el que han publicado datos.

Aunque el sector se reserva los datos reales de fraude por Internet, de los estudios anteriores podemos deducir que la situación tiene un alcance significativo y potencialmente dañino para el crecimiento del sector. Cabe insistir en que el elemento más vulnerable de la cadena lo constituye el usuario final, por lo que facilitar la mayor cantidad posible de información al mismo constituye una de las formas más efectivas de atajar el problema.

En este contexto, este artículo explorará en primer lugar las formas de identificación utilizadas por el sector en la actualidad, y que constituyen la primera y más importante barrera contra el fraude. A continuación se explorarán las principales formas de fraude utilizadas, especialmente los mecanismos que permiten la apropiación de claves de acceso. En tercer lugar se examinarán las medidas tomadas por las entidades financieras para defenderse a sí mismas y para defender a los usuarios, así como las precauciones que éstos deberán tomar para minimizar la posibilidad de fraudes. Finalmente comentaremos el papel que los organismos reguladores pueden jugar para contribuir a la resolución del problema.

5.2. Formas de identificación

La cuestión central en todas las transacciones que se realizan por Internet, inclu-

yendo las transacciones de banca electrónica, radica en que las partes involucradas en dichas transacciones tengan la seguridad de que la parte con la que están tratando sea efectivamente la que esperan. Como veremos en el siguiente epígrafe, la mayor parte de los fraudes cometidos se basan en defraudar dicha confianza, presentándose los defraudadores como una entidad legítima ante los clientes, o como clientes legítimos ante una entidad bancaria.

La totalidad de las entidades financieras españolas exige a los usuarios una clave de usuario y una contraseña para acceder a la zona privada de la banca *online*. Por lo general, esta clave y esta contraseña suelen ser estáticas (no cambian con el tiempo) pero algunas entidades sí exigen renovaciones periódicas o la utilización de diferentes mecanismos de coordenadas, que hacen que el usuario o la clave (generalmente esta última) varíen en cada acceso. Es habitual que, si se intenta el acceso de forma incorrecta en más de tres ocasiones, la cuenta quede bloqueada y sea necesario acudir a la entidad para desbloquearla. Una vez superado este primer mecanismo de identificación, los usuarios pueden realizar consultas, pero no operaciones.

Para poder realizar operaciones es necesario efectuar un segundo nivel de validación, o firma, que tiene un nivel más elevado de seguridad. Por lo general esta firma se exige en cada operación que el usuario desee realizar. Para la firma las entidades no suelen utilizar una contraseña estática, sino que utilizan diversos mecanismos de generación dinámica de claves. Los más habituales son la tarjeta de coordenadas, los *tokens* (*hardware* virtual) o pequeños dispositivos que generan contraseñas de forma automática, tarjetas USB, o el envío de la contraseña mediante SMS al móvil.

La combinación de una primera identificación y de una firma adicional para operaciones, si se hace de forma correcta, supo-

¹³ Banco de España (2007).

ne una garantía suficiente, aunque no infalible, de que la persona realizando la transacción es realmente el usuario autorizado.

La implantación del Documento Nacional de Identidad electrónico (DNle) ha supuesto un paso adicional a la hora de garantizar la identificación del usuario. En la actualidad tres entidades financieras ya lo aceptaban en sus servicios de banca *online*: Caixa Galicia, Bankinter, Caja Madrid y Kutxa Gipuzkoa Donostia. Aunque el mecanismo puede variar según la entidad, el usuario tiene que introducir el DNle en el lector correspondiente (cuyo coste de adquisición es muy bajo). Este lector verifica la información contenida en el microchip cifrado del DNle. En la primera ocasión deberá introducir además su clave de acceso habitual y su firma adicional. A partir de ese momento, bastará con introducir su DNle en el lector y el PIN correspondiente tanto para poder acceder como para poder realizar transacciones. Todas las entidades permiten la identificación tanto mediante el DNle como mediante las técnicas tradicionales.

EL DNle, en cuya implantación España es un país pionero a nivel mundial, resuelve el problema de la multiplicidad de claves de acceso y de mecanismos de firma a la que se enfrentan los usuarios de Internet. Una vez que sea plenamente aceptado por el sector privado (ya lo es en la administración pública) bastará con disponer del DNle y su PIN para poder confirmar de forma fehaciente su identidad y de esta forma realizar todo tipo de transacciones sin la necesidad de memorizar numerosas claves o de portar distintas tarjetas de coordenadas, dispositivos *token*, etc.

5.3. Ataques más frecuentes en la banca online

Las entidades financieras tienen una larga experiencia en la detección y en la lucha contra el fraude. El sector ha sido líder

en innovaciones tecnológicas en este campo y sus sistemas internos se consideran suficientemente seguros. Sin embargo, los sistemas utilizados por los clientes finales para acceder a la banca *online* gozan de una seguridad incomparablemente menor, a lo que se suma el bajo nivel de conocimiento tecnológico de la mayor parte de estos usuarios. Por estas razones, los ataques más habituales contra los servicios de banca a distancia se basan en modelos de lo que se conoce como ingeniería social, es decir, la manipulación de los usuarios con el fin de obtener de forma fraudulenta sus datos confidenciales, que se emplearán para obtener beneficios económicos suplantando su personalidad. A menudo, la ingeniería social se ve complementada con subterfugios de carácter tecnológico que incrementan la efectividad del ataque.

El ataque más frecuente es también el más simple: solicitar directamente a los clientes que faciliten, mediante cualquier pretexto, su usuario y su contraseña. A este ataque se le conoce como *phishing* y el método más frecuente utilizado es el envío masivo de correos electrónicos que aparentemente vienen de una entidad financiera. En ocasiones, estos correos son sumamente burdos y generan de forma inmediata la alerta de los receptores, pero en otras ocasiones pueden ser mucho más sofisticados y difíciles de detectar. En algunos casos van personalizados y se dirigen a clientes reales de las entidades atacadas. A los correos electrónicos se han sumado recientemente el envío de cartas postales y de correos SMS. Según el informe de APWG, a nivel mundial solo en el mes de diciembre pasado 144 entidades financieras fueron atacadas mediante este sistema, y en dichos ataques se emplearon un total de 25.000 direcciones Web (URL) fraudulentas con el fin de obtener los datos confidenciales.

Estos ataques son rápidamente detectados por las entidades que, conjuntamente

con las autoridades, son capaces de neutralizarlos, en la mayoría de las ocasiones, en menos de 48 horas; pero aún así se estima que aproximadamente un 1% de los receptores del *phishing* revelan a los atacantes su identidad y su contraseña (aunque eso no suele ser suficiente para que puedan completar el fraude, como veremos más adelante). Según el Banco de España, en los últimos tres años se ha podido enviar más de 700 millones de correos destinados a la práctica del *phishing*, aunque una gran parte de ellos ya son filtrados y eliminados por sistemas automáticos de seguridad en el correo y nunca llegan a sus destinatarios.

En la mayoría de estos correos se invita al usuario desprevenido a conectarse a una página Web de aspecto muy similar a la página habitual de su entidad financiera, para que se identifique. Esta página Web está controlada por los delincuentes y con ella obtienen los datos necesarios para cometer fraudes en el futuro. En los casos mas sofisticados, esta páginas redirigen al usuario hacia las páginas legítimas de la entidad con lo que nunca llega a percatarse del engaño.

El segundo ataque más frecuente es la instalación de *spyware*, o programas espía, que registran los movimientos de los teclados y captan la información sensible que luego envían a servidores controlados por los delincuentes. Este tipo de ataques se ve favorecido por la existencia de incontables ordenadores personales que no cuentan con la necesaria protección contra este tipo de infecciones. Según el informe de APWG, en diciembre de 2007 se detectaron 269 aplicaciones, o virus activos, de este tipo, que en sus diferentes mutaciones utilizaban hasta 2.260 URLs distintas para enviar los datos robados a los clientes. Los cambios de URL se realizan porque, al ser descubiertos los ataques y neutralizadas las URLs utilizadas en los mismos, se ponen en funcionamiento nuevas URLs que permiten continuar con el fraude. Este tipo de ata-

ques se suelen denominar como *pharming*, y se diferencian del *phishing* en que en el primer de los casos el usuario entrega voluntariamente, aunque bajo engaño, sus datos de acceso ante una petición fraudulenta, mientras que en el segundo caso un software fraudulento captura los datos personales, sin que el usuario sea conciente de ello, mientras accede de forma habitual a una cuenta legítima de su institución.

Un tercer tipo de ataque consiste en la apropiación de una sesión legítima mediante la utilización de técnicas conocidas como *Cross Site Scripting* o Inyección de Código. La responsabilidad de luchar contra ellos recae fundamentalmente sobre las entidades financieras, y no sobre los usuarios finales, por lo que el riesgo que comportan es, en términos generales, menor.

5.4. Lucha contra el fraude: el papel de las entidades y de los usuarios

A pesar de la escala de los ataques a los que se somete la banca *online*, el sector fue en sus inicios relativamente lento en la implantación de las medidas de seguridad necesarias no solo para evitar los fraudes sino también para generar confianza entre los clientes. La reticencia que han mostrado por lo general las entidades bancarias se debe a los costes asociados con la implementación de los mecanismos de doble identificación. En España el método más utilizado es la tarjeta de coordenadas, un sistema más barato que los basados en hardware (tarjetas, dispositivos USB, lectores biométricos) y que no se ve penalizado por la relativamente escasa aceptación de la firma digital mediante combinación de claves públicas y privadas. La implantación del DNle como forma de identificación segura supone un decisivo avance en la lucha contra el fraude.

A partir del año 2005 la aparición de informaciones alarmantes en prensa sirvió como impulso para que el sector en su con-

junto incrementara las medidas de seguridad y, muy especialmente, dedicara una atención considerable a suministrar la información necesaria al respecto a sus clientes. A lo largo del 2005 y del 2006 la mayor parte de las páginas Web de las entidades financieras incorporaron llamativos anuncios de seguridad y una sección completa, accesible desde la portada, con amplia información sobre cómo evitar el fraude. También fue habitual el envío de cartas por vía postal en las que se incluían advertencias y explicaciones. En la actualidad se siguen incluyendo advertencias tanto en la correspondencia postal como en la electrónica, así como en las propias páginas Web.

Sin embargo, más allá de la doble identificación y de los esfuerzos por mejorar el nivel de conocimiento de los clientes, las entidades tendrán que hacer un esfuerzo a la hora de establecer mecanismos de seguimiento, en múltiples niveles, de la actividad de sus clientes, para detectar de forma activa posibles fraudes. El análisis de patrones de comportamiento, y el seguimiento de otros aspectos, como la geolocalización del usuario basada en la dirección IP desde la que se conecta, pueden servir para detectar a tiempo acciones sospechosas.

Además, aunque el conjunto de las entidades han adoptado el protocolo de cifrado SSL de 128 bits, mucho más robusto que la versión anterior, por razones de velocidad de carga, un número elevado de entidades no incluye este protocolo de cifrado en la página de inicio, sino solamente en las páginas transaccionales. Esto puede suponer un cierto riesgo, derivado de la incertidumbre que se puede producir a la hora de distinguir páginas legítimas frente a páginas fraudulentas creadas por delincuentes.

Finalmente, otra de las medidas de seguridad adoptadas fue la introducción de claves y firmas mediante teclados virtuales (en los que la posición de las letras y números

varía de forma aleatoria) para imposibilitar los ataques de *pharming*.

Sin embargo, el punto más débil de la cadena de seguridad siguen siendo los usuarios. Corresponde a éstos tomar conciencia de la importancia de adoptar las medidas de seguridad necesarias para minimizar el fraude. Para ello deben tomar las siguientes medidas:

1. Instalar programas antivirus y antimalware en sus ordenadores.
2. Jamás responder a una petición de claves o usuarios recibida por correo electrónico o por cualquier otro medio.
3. Extremar las precauciones si se está utilizando un ordenador público.
4. No acceder a las páginas Web de las entidades financieras pulsando en enlaces encontrados en correos electrónicos o en páginas Web desconocidas: teclear siempre manualmente la URL de la entidad.
5. Confirmar que la transacción utiliza el protocolo seguro (la URL del navegador debe empezar por «https»).
6. Asegurarse de que, una vez finalizada la transacción, el usuario se desconecta completamente de la entidad, preferiblemente cerrando el navegador.
7. Contratar los servicios de alerta disponibles en su entidad, siendo uno de los más efectivos el envío de mensajes SMS cada vez que se produce una transacción. Si bien, este servicio no suele ser gratuito y, por tanto, supone un coste de seguridad que se repercute al cliente.

5.5. El papel de los bancos centrales en la lucha contra el fraude

El alcance del fraude observado, así como la intensidad y creciente sofisticación de los ataques, hace necesario que

las autoridades reguladoras fijen un marco mínimo de seguridad que venza las posibles reticencias de las entidades a adoptar medidas que pueden ser costosas o complejas. En el año 2006 la Autoridad Monetaria de Hong Kong tuvo la iniciativa pionera de adoptar el sistema de doble identificación, con un dispositivo específico, para todas las entidades de banca *online* sujetas a su supervisión.

En esa época, el Federal Financial Institutions Examinations Council (FFIEC), una organización paraguas que engloba los reguladores estadounidenses de la banca, publicó una nueva guía sobre los mecanismos de seguridad que deben adoptar las entidades bancarias norteamericanas¹⁴. Esta guía pone especial énfasis en la adopción de sistemas de doble identificación, algo que cobra especial relevancia ya que el coste adicional que estos mecanismos pueden suponer, siempre se ha considerado un freno para su puesta en marcha, especialmente en los Estados Unidos. Si bien las guías del FFIEC no se pueden considerar como regulación propiamente dicha, a partir del final del 2006 el grado de cumplimiento de las recomendaciones contenidas en las mismas comenzaron a ser utilizadas por las organizaciones reguladoras a la hora de evaluar las prácticas bancarias de las entidades que supervisan, por lo que sin duda tendrán un considerable impacto.

Entre los objetivos que se citan en la guía se incluyen, además de la protección de los datos de los clientes legítimos y la lucha contra el fraude, la prevención de lavado de dinero y de la financiación de los grupos terroristas. La guía no recomienda una tecnología específica de doble identificación, pero exige que cada entidad realice un análisis de las necesidades de seguridad para cada producto o servicio que ofrece en la

Red. Además, se requiere que las entidades evalúen las posibles acciones para mitigar los posibles riesgos de seguridad, y que midan y evalúen el nivel de conocimiento que los clientes tienen tanto sobre los riesgos como sobre las medidas adoptadas para prevenirlos. La tecnología a adoptar dependerá del resultado de estos análisis.

En nuestro país no todas las entidades disponen de estos mecanismos, a pesar de la intensidad de los ataques que se vienen registrando, especialmente de *phishing*. Sería conveniente que se exigiera al conjunto de las entidades de nuestro país que cumplieran, al menos, recomendaciones similares a las que se verán sujetas el año que viene las entidades estadounidenses. El Banco de España se ha limitado por el momento a alertar a las entidades de la necesidad de tomar las medidas adecuadas, pero sin dictar medidas concretas. En febrero del 2007, sin embargo, el Banco de España frenó una aspiración de las entidades financieras de hacer recaer sobre los clientes toda la responsabilidad en los casos de banca a distancia. El Banco de España adoptó este criterio considerando que los clientes frecuentemente utilizan este canal impulsados por la propia entidad, y que en ocasiones son víctimas del fraude pese a haber tomado todas las precauciones razonables. Esta decisión del Banco de España correctamente transmite la presión necesaria a las entidades financieras, pero si el número de reclamaciones por fraudes de este tipo continúa incrementándose, tal vez sea necesaria la adopción de medidas adicionales destinadas a garantizar la seguridad de los clientes.

6. CONCLUSIONES

El papel extraordinariamente relevante de los servicios bancarios en la economía española está relacionado, sin duda, con la notable contribución del sector al desarrollo de la SI. No obstante, el avance en términos

¹⁴ Federal Financial Institutions Examination Council (2005).

de innovación y penetración de los servicios bancarios a distancia ha sido posible en gran medida gracias a la evolución del entorno regulatorio (promovida por la Administración Pública) y al desarrollo de una mayor orientación hacia el cliente. La innovación ha producido oferta tecnológica más variada y fácil de usar, que se ha visto acompañada de un esfuerzo por garantizar la seguridad de las transacciones realizadas a través de los canales a distancia.

Con un entorno favorable como el descrito, y dada la existencia de un sistema financiero profundo y altamente sofisticado, la explicación a la relativamente baja utilización de la banca *online* en España podría achacarse a un retraso en la ‘cultura digital’

frente a otros países europeos, pero no a una apuesta tímida por parte de las entidades de crédito. De hecho, aunque las inversiones realizadas han sido cuantiosas desde el lanzamiento del canal, el coste por transacción *online* es muy inferior al observado en el resto de los canales de distribución bancaria. Por lo tanto, el objetivo de las entidades de crédito pasa por incrementar el porcentaje de clientes que adopten el canal electrónico para realizar al menos una parte de sus transacciones. Las mejoras constantes en los servicios ofrecidos, así como la caída del precio de las conexiones de banda ancha y la aparición de nuevas posibilidades de acceso (telefonía móvil 3G) sugieren que el tiempo está jugando a favor de la banca *online* en España.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AFINET GLOBAL (2002-2007): «Servicio de benchmarking de banca online en España». Periodicidad anual.
- ANTI PHISHING WORKING GROUP (2008): «Phishing Activity Trends Report for the Month of December» (www.antifishing.org/reports/apwgeport_dec_2007.pdf)
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE BANCA (2007): «Anuario Estadístico 2006».
- BANCO DE ESPAÑA (2007): «Memoria del Servicio de Reclamaciones 2006».
- CALVO, A. y MARTÍN DE VIDALES, I. (2007): «El Escenario de la Banca por Internet en España (2000-2006)», Boletín Económico Información Comercial Española, 2919: 71-84, Madrid.
- CLIMENT, F. y MOMPALER, A. (2007): «La situación de la banca online en España». Boletín Económico de Información Comercial Española, 2898: 27-49, Madrid.
- COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES (2007): «Nota Mensual – Noviembre 2007»
- CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (2007): «Informe Anual 2006».
- CONSEJO ASESOR DE LAS TELECOMUNICACIONES Y DE LA SOCIEDAD DE LA INFORMACIÓN (2005): «Ponencia del Consejo Asesor de las Telecomunicaciones y de la Sociedad de la Información. Informe final».
- (<http://www.planavanza.es/NR/rdonlyres/04E8C3BF-DE54-4209-9829-E244F19B711F/14442/INFORMEFINALPONENCIACATSI.pdf>)
- EUROSTAT (2007): «Information Society Statistics: Computers and Internet in households and enterprises».
- FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL (2005): «Authentication in an Internet Banking Environment» (http://www.ffiec.gov/pdf/authentication_guidance.pdf)
- FUNDACIÓN ORANGE (2007): «Informe España 2007». Colección Fundación Orange. Director: Manuel Gimeno.
- HENG, S., MEYER, T. y STOBBE, A. (2007): «Be a driver, not a passenger. Implications of Web 2.0 for financial institutions». Deutsche Bank Research.
- INSTITUTO NACIONAL DE TECNOLOGÍAS DE LA COMUNICACIÓN (2008): «Segunda Oleada del Estudio sobre la seguridad de la información y eConfianza de los hogares españoles».
- RSA SECURITY (2008): «RSA Online Fraud Report». (http://www.rsa.com/solutions/consumer_authentication/intelreport/FRARPT_DS_0208.pdf)
- SECRETARÍA DE ESTADO DE TELECOMUNICACIONES Y PARA LA SOCIEDAD DE LA INFORMACIÓN: «Plan Avanza». (<http://www.planavanza.es>)

Índices de performance, gestión activa y eficiencia. Un análisis de sensibilidad y del fenómeno de la persistencia

El presente artículo profundiza en el denominado «fenómeno de persistencia» en el comportamiento económico de los fondos de inversión y profundiza en las conclusiones de un trabajo previo en el que se detectaron que algunas medidas de performance (tanto clásicas –índices de Sharpe o de Treynor–, como otras más modernas, –TRIP o el Ratio de Información–) aplicadas a una amplia muestra en un periodo bajista como el 99-02, resultaban útiles para tratar de batir al mercado en un periodo posterior de carácter alcista (03-05). Para ello se realiza un análisis sobre la robustez de las conclusiones (ante cambios en el título sin riesgo, el periodo básico de análisis o el benchmark utilizado) y se aplican los tests estadísticos más utilizados en el análisis de la persistencia. La conclusión más relevante se refiere al hecho de que, en el periodo estudiado y con la muestra considerada, se acepta la existencia del fenómeno de persistencia, lo que justificaría la utilización de las medidas de performance en la gestión activa de fondos; todo lo cual podría interpretarse como una evidencia en contra de la hipótesis de eficiencia débil del mercado.

Artikulu honek funtsen jokaeran «iraunkortasun fenomenoa» delakoaren azterketan sakondu egiten du. Aurretiko lan batean antzeman genuen performance deritzonaren neurri batzuk (bai klasikoak –Sharpe edo Treynor indizeak– bai beste batzuk berriagoak –TRIP edo Informazioaren Ratioa–) 99-02 bezalako beheranzko aldi batean lagin zabal bati aplikatuta erabilgarriak zirela merkatua gainditzten ahalegintzeko goranzko izaera zuen ondorengo aldian (03-05); oraingo lan honek ondorio horietan sakondu egiten du, horien sendotasunaren azterketa bat eginez (arrisku gabeko tituluan, analisiaren oinarritzko aldian edo erabilitako benchmark delakoan aldaketen aurrean), baita aipatutako iraunkortasun fenomenoaren azterketan gehien erabilitako test estatistikoak aplikatuz ere. Ondorio nabarmenena iraunkortasun fenomenoaren existentzia dela, aztertutako aldian eta kontuan hartutako laginarekin, onartzeari dagokio eta, horrek, performance delakoaren neurriak funtsen kudeaketa aktiboan erabiltzea justifikatuko luke; hori guztia merkatuaren eraginkortasun ahularen hipotesiaren aurkako ebidentziatzat uler liteke.

The paper deepens in the analysis of the so called «Persistence phenomenon» related to the performance of funds. In previous studies, we found that some performance measures (both classical –Sharpe, Treynor, ...– and new ones –Penalized Internal Rate of Return, Information Ratio–) calculated on a wide sample of European Funds in a bearish market (99-02) were useful in order to beat market performance in a subsequent bullish period (03-05). In this paper we deepen in the main conclusions of the previous study, by the means of analysing their robustness (when using a different risk-free rate, working on weekly basis –instead of monthly basis– or taking a different benchmark) and using several statistical tests in order to study the Persistence Hypothesis. Results show that in the period and sample studied the Persistence Hypothesis should be accepted, so performance measures could be helpful in order to beat market performance on an active management basis; which could be interpreted as evidence against the Weak Market Efficiency Hypothesis.

Fernando Gómez-Bezares Pascual
 José Antonio Madariaga Ibarra
 Javier Santibáñez Grúber
 Amaia Apraiz Larragán
Universidad Comercial de Deusto

ÍNDICE

1. Introducción
2. Método y principales conclusiones de estudios anteriores
3. Un primer análisis de la robustez de los resultados obtenidos ante cambios en el título sin riesgo o en el período básico de análisis utilizados
4. Estudio del fenómeno de la persistencia
5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas
- Anexo

Palabras clave: medidas de performance, fondos, eficiencia, persistencia, empírico.

Keywords: performance measures, funds, efficiency, persistence, empiric.

N.º de clasificación JEL: G11, G14, G23

1. INTRODUCCIÓN¹

Hace ya bastantes años que existe un gran interés por conocer la calidad en la gestión de las inversiones en bolsa: fondos de inversión, carteras gestionadas, etc. A la hora de calificar como buena o mala su gestión, supuesta la liquidez de estas inversiones, nos deberemos fijar en su rentabilidad y en su riesgo. Todavía existen inversores, e incluso algunos profesionales, que se fijan fundamentalmente en la rentabilidad, y esto no es correcto en un contexto de ene-

migos del riesgo: dado que somos enemigos del riesgo (tal como ha supuesto desde hace años la literatura financiera) deberemos comparar la rentabilidad obtenida con el riesgo soportado por el inversor. Esto es lo que hacen los índices de *performance*, y por eso son interesantes para inversores, gestores de carteras, etc.

Una pregunta razonable es qué índice utilizar, dado que hay muchos posibles. En este trabajo comprobaremos cómo los cinco utilizados llegan a resultados similares. Otro tema interesante es el denominado fenómeno de la persistencia, o «manos calientes»; según esta hipótesis los fondos bien gestionados en un periodo, lo suelen ser también en el siguiente, y al

¹ Los autores quieren agradecer los comentarios y sugerencias realizadas por el equipo de evaluadores internos y externos de la revista *Ekonomiaz*. Cualquier error u omisión es responsabilidad estricta de los autores.

revés. Si esto fuera así, el saberlo tendría un interés indudable para los inversores y para la industria de fondos en general.

También se plantea con frecuencia si pequeños cambios en las carteras tomadas como referencia alterarán las conclusiones. Este tipo de preguntas se las hacen con frecuencia los profesionales de la gestión de carteras, y en este trabajo tratamos de colaborar a su contestación.

El interés por comparar los índices de *performance* ha sido clásico en la literatura sobre el tema. Más recientemente se han intensificado los trabajos sobre el fenómeno de la persistencia, con estudios ya clásicos como el de Malkiel (1995) u otros más recientes como Busse y Irvine (2006) o Kosowski, Timmermann, Wermers y White (2006).

En Gómez-Bezares *et al.* (2007) se analizaba la consistencia de los principales índices utilizados en el análisis de la *performance* de títulos y carteras en bolsa (tanto la que los distintos índices presentan entre sí en un determinado periodo, como la que cada uno muestra en dos periodos consecutivos), y se estudiaba también las posibilidades de batir al mercado con carteras diseñadas a partir de los mencionados índices. Los resultados obtenidos apuntaban entonces a la existencia de una elevada coherencia de las diferentes medidas de *performance*, así como a la posibilidad de batir al mercado utilizando estrategias basadas en la información proporcionada por los índices estudiados (conclusión ésta última que podría interpretarse como una evidencia en contra de la hipótesis de eficiencia débil del mercado, en la medida en que sería posible obtener rentabilidades extraordinarias partiendo de información histórica).

En el presente artículo nos proponemos profundizar algo más en el análisis de las conclusiones apuntadas (que pueden con-

siderarse como sorprendentes), lo que haremos desde una doble perspectiva. Por un lado, se analiza la sensibilidad de los resultados obtenidos (en lo que se refiere al tipo de interés sin riesgo empleado; a la utilización de índices de mercado como *benchmarks* o carteras a batir –en lugar de la cartera equiponderada formada por todos los fondos intervinientes–; o a la consideración de la semana en lugar del mes como periodo básico de análisis). El segundo enfoque se refiere a un análisis riguroso desde un punto de vista estadístico de lo que se conoce como «fenómeno de persistencia» (es decir, el hecho de que el comportamiento presentado por los fondos en un periodo tienda a mantenerse en el siguiente), comprobando hasta qué punto los resultados obtenidos en el trabajo anterior pudieran deberse al azar.

La estructura del artículo es la siguiente: en el segundo apartado resumiremos brevemente los aspectos más relevantes de los estudios anteriores (Gómez-Bezares *et al.*, 2007), tanto en lo que se refiere a la descripción de la base de datos utilizada y al método empleado como a las conclusiones más destacables; en el tercer apartado se realiza un análisis de sensibilidad de los resultados obtenidos previamente, replicando íntegramente el trabajo original con rentabilidades semanales y sustituyendo el título sin riesgo empleado por otro distinto, de menor rendimiento; el cuarto apartado recoge las principales conclusiones obtenidas en el estudio del fenómeno de la persistencia, realizándose también en este caso un análisis de sensibilidad relativo al *benchmark* utilizado; finalmente, en el quinto y último apartado mostraremos un resumen de las principales conclusiones alcanzadas.

La justificación teórica e interpretación de los índices se encuentra en Gómez-Bezares *et al.*, 2003, 2004, 2007.

2. EL MÉTODO Y PRINCIPALES CONCLUSIONES DE ESTUDIOS ANTERIORES

2.1. Descripción de la base de datos y metodología utilizada

La base de datos original con la que se realizó el estudio estaba constituida por las rentabilidades semanales (calculadas en euros) correspondientes a 983 fondos de renta variable comercializados en Europa en el periodo comprendido entre febrero de 1999 y octubre de 2005 (muestra que puede considerarse como extraordinariamente representativa, al incluir la práctica totalidad de los fondos de renta variable comercializados en Bélgica, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda, España, Suiza y Reino Unido que presentaban la antigüedad indicada, una vez eliminados algunos que mostraban «huecos» en la información disponible). En cuanto a la alternativa de inversión considerada como suficientemente segura (la que actuaría como «título sin riesgo»), nos decantamos por el índice confeccionado por Analistas Financieros Internacionales (AFI) como media de los fondos comercializados en España que invierten su dinero en activos del mercado monetario en la zona euro durante el mismo periodo de tiempo considerado (también semanal). Finalmente, tomamos como «*benchmark*» (o alternativa a batir mediante una gestión activa) una «cartera de mercado» confeccionada como media equiponderada de las rentabilidades de los 983 fondos considerados².

Partiendo de lo anterior, y a la vista de que los estudios clásicos muestran una mejor adaptación de los modelos que constituyen la base de los principales índices de *performance* utilizados si se trabaja en base

mensual³, procedimos a obtener las rentabilidades mensuales correspondientes (de los 983 fondos originales, así como de la cartera de mercado –a la que llamaremos R_m – y del título sin riesgo –al que nos referiremos como R_0 –), para lo que supusimos meses de cuatro semanas (lo que permite obtener 13 rentabilidades mensuales por fondo o cartera y año considerados).

El siguiente paso consistía en dividir el periodo total en dos subperiodos: el comprendido entre 1999 y 2002; y el que abarca los años 2003 a 2005. Ello permitiría posteriormente estudiar dos cosas: la coherencia que un mismo índice de *performance* muestra entre los dos periodos analizados; y la posibilidad de utilizar la información obtenida en el primer periodo para construir carteras que batan al mercado en el segundo.

Con carácter previo, se realizó un estudio de la normalidad de las rentabilidades mensuales obtenidas, así como de la estabilidad de las betas utilizadas (que como es sabido, son la medida de riesgo sistemático utilizada por algunos de los índices de *performance* considerados). Una vez eliminados aquellos fondos que no cumplían con las características impuestas (menos del 10% del total, como veremos después), procedimos a calcular, para cada periodo, el valor que los distintos fondos presentaban en cada uno de los índices de *performance* considerados en el estudio:

- Índice de Sharpe (S_i). Premio de rentabilidad por unidad de riesgo total (medido con la desviación típica) ofrecido por el fondo⁴.
- Índice de Treynor (T_i). Premio por unidad de riesgo sistemático (medido por beta) ofrecido por el fondo⁵.

² De esta manera usamos, tanto como tipo sin riesgo, como para *benchmark*, medias de fondos, relacionando cada fondo con el conjunto de la industria.

³ Véase Fama (1976) o Gómez-Bezares, Madariaga y Santibáñez (1994).

⁴ Véase Sharpe (1966). Puede verse un planteamiento alternativo en Modigliani y Modigliani (1997).

- Índice de Jensen (J_i). Diferencia entre el premio por riesgo obtenido por el fondo y el que debería haber dado según el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)⁶.
- TRIP coherente con Sharpe (TRIP- S_i)⁷. Rentabilidad equivalente cierta obtenida por el fondo «i» sobre la base de la Línea del Mercado de Capitales (LMC)⁸.
- Ratio de Información (RI_i) entendido como cociente entre el promedio y el riesgo del *tracking error* (TE, diferencia, en cada mes, entre la rentabilidad obtenida por el fondo y la cartera que actúa como *benchmark*)⁹.

Obtenidos los valores que los fondos estudiados alcanzaban en cada índice (y en cada uno de los dos subperiodos considerados) procedimos a confeccionar los *rankings* correspondientes (es decir, el número de orden que los fondos ocupaban en cada índice y en cada periodo). Ello nos permitía realizar el análisis de la coherencia de las medidas de *performance* utilizadas desde una doble perspectiva y a través de dos caminos distintos:

- Coherencia entre los distintos índices de *performance* en un mismo periodo:

- Análisis del valor, signo y significación estadística del coeficiente de correla-

ción de Pearson obtenido entre los valores en cada par de índices.

- Análisis del valor, signo y significación estadística del coeficiente de correlación de rango de Spearman obtenido entre los *rankings* correspondientes a cada par de índices.
- Coherencia de cada índice de *performance* en los dos subperiodos analizados:
- Análisis del valor, signo y significación estadística del coeficiente de correlación de Pearson calculado con las puntuaciones de los fondos en un mismo índice en cada uno de los dos periodos considerados.
- Análisis del valor, signo y significación estadística del coeficiente de correlación de rango de Spearman calculado entre los *rankings* obtenidos con un mismo índice en los dos periodos estudiados.

La segunda parte de lo anterior constituía así una primera aproximación al estudio del «fenómeno de la persistencia». Para profundizar en el estudio del mencionado fenómeno construimos, para cada uno de los cinco índices considerados, y partiendo de los *rankings* obtenidos en el primer subperiodo, cuatro carteras:

- Cartera T1. Constituida por los cincuenta mejores fondos en cada índice (los situados en los puestos 1 a 50 en el *ranking* correspondiente).
- Cartera B1. Constituida por los cincuenta peores fondos (los que ocupan las cincuenta últimas posiciones en el *ranking* correspondiente).
- Cartera T2. Constituida por los cincuenta mejores fondos una vez eliminados los cincuenta primeros (es decir, los fondos clasificados como T1).
- Cartera B2. Formada por los cincuenta fondos peor situados en cada índice.

⁵ Véase Treynor (1965). Puede verse un planteamiento alternativo en Modigliani (1997).

⁶ Véanse Jensen (1968 y 1969). Pueden verse planteamientos alternativos a los índices clásicos de Sharpe, Treynor y Jensen, en Ferruz y Sarto (1997).

⁷ Cuya formulación incluimos aquí por tratarse del índice de *performance* menos conocido de los utilizados:

$$TRIP-S_i = \mu_i - \frac{\mu_m - R_f}{\sigma_m} \sigma_i$$

⁸ Véanse Gómez-Bezares, Madariaga y Santibáñez (2003 y 2004).

⁹ Puede verse formulado en Modigliani y Modigliani (1997). Sobre el TE pueden verse también Roll (1992) ó Muralidhar (2000 y 2001).

ce después de eliminar los que constituyen la cartera B1.

Nuestra intención era la de estudiar el comportamiento en el segundo subperiodo de las carteras formadas por los fondos que aparecían como «mejores» y «peores» en el primero (siempre con cada uno de los cinco índices de *performance* considerados), analizando si existían diferencias entre ellas en lo que se refiere a su capacidad de batir a la cartera utilizada como *benchmark* (R_m , tal como hemos indicado).

2.2. Principales conclusiones obtenidas

Con carácter previo, y para comprender mejor el alcance de algunos de los elementos que se destacan después, presentamos en el cuadro n.º 1 el comportamiento de la cartera de mercado y del título sin riesgo en cada uno de los dos subperiodos analizados: como puede verse, en el primero de ellos asistimos a un mercado bajista (con una rentabilidad media negativa), mientras que en el segundo la cartera de mercado presenta un rendimiento positivo y superior al del título sin riesgo (como es lógico esperar a priori, supuesta aversión al riesgo). Ello hace que la conclusión de que puede batirse al mercado en un periodo utilizando la información correspondiente al anterior sea en nuestro caso aún más sorprendente, en la medida en que supondría que los buenos gestores de fondos en periodos bajistas también lo son en periodos alcistas.

Las principales conclusiones alcanzadas en el trabajo previo pueden resumirse en los siguientes términos:

- La hipótesis de normalidad de las rentabilidades mensuales (contrastada con el test de Jarque-Bera) se acepta en la inmensa mayoría de los casos (lo que es coherente con los estudios clásicos): para un error alfa del 1% sólo

85 de los 983 fondos originales no pasan la prueba de normalidad.

- La hipótesis de estabilidad de beta (que contrastamos con el test de Chow) se acepta en 977 de los 983 fondos originales analizados (siempre para un error alfa del 1%). Así, el número total de fondos que superan simultáneamente las pruebas de normalidad y estabilidad de beta es de 893, que fueron los que consideramos finalmente en el resto del estudio¹⁰.
- La coherencia entre los *rankings* obtenidos en un mismo periodo con los distintos índices de *performance* utilizados es muy elevada (correlaciones de rango de Spearman en todos los casos superiores a 0,89 en el periodo 99-02; y mayores que 0,92 –salvo con el Ratio de Información, con valores siempre superiores a 0,74– en 03-05; valores todos ellos estadísticamente significativos).
- También la coherencia entre los valores obtenidos por los fondos en los distintos índices de *performance* analizados dentro de un mismo periodo es muy alta: si prescindimos del Ratio de Información, los coeficientes de correlación de Pearson en los periodos 99-02 y 03-05 son superiores a 0,94 y 0,87, respectivamente; y mayores que 0,86 y 0,74 si consideramos dicho índice; valores todos ellos nuevamente significativos desde un punto de vista estadístico.
- En cuanto a la consistencia que un mismo índice presenta en los dos periodos analizados, ésta es también alta, aunque algo menor. Así, por ejemplo, el coeficiente de correlación

¹⁰ La razón de eliminar los fondos en los que variaba beta se debe a que entendimos que tales fondos habían cambiado su «vocación».

de rango de Spearman más elevado es el asociado a los *rankings* obtenidos con el Ratio de Información (0,51), siendo el más bajo el asociado al índice TRIP-Sharpe (0,41); conclusiones similares se obtienen al analizar los coeficientes de correlación de Pearson entre los valores obtenidos por los fondos con un mismo índice en los dos periodos (si bien el valor correspondiente al índice TRIP-Sharpe baja hasta 0,35), resultando estadísticamente significativos todos los valores obtenidos.

- En lo que se refiere al comportamiento que los 100 mejores y los 100 peores fondos del periodo 99-02 muestran en 03-05 (con cada uno de los índices analizados y repartidos en carteras de 50 fondos) los resultados obtenidos se presentan de manera resumida en los cuadros n.º 2 y 3. Como puede verse en el primer, el número de fondos que «repiten grupo» en los dos periodos es elevado entre los mejor clasificados, y baja significativamente entre los últimos; por otro lado, y en lo referente a la posibilidad de batir al mercado en el segundo periodo, los fondos mejor clasificados en el primero muestran un alto grado de capacidad en este sentido, que baja también significativamente en el caso de los fondos peor clasificados. En cualquier caso, y tal como puede comprobarse en el cuadro n.º 3, las carteras T1 y T2 baten siempre al mercado en el segundo periodo (con todos los índices), mientras que las carteras B1 y B2 no lo hacen en ningún caso; lo que podría considerarse como una evidencia a favor de la utilidad de los índices estudiados a la hora de gestionar carteras (y en contra, tal como hemos dicho, de la hipótesis de eficiencia débil del mercado).

Conviene recordar que la propia metodología utilizada supone trabajar con rentabilidades de fondos que incluyen, en su caso, reinversión de dividendos (o de cualquier otra posible fuente de rentabilidad, como la venta de derechos de suscripción preferente, etc.), así como la corrección correspondiente a las comisiones de gestión. De esta manera, el índice de mercado elegido como *benchmark* (la media no ponderada de las rentabilidades de todos los fondos de renta variable considerados) incluiría también, tanto la corrección por dividendos, como las comisiones correspondientes. Es por ello que nos planteamos si la utilización de un *benchmark* distinto (por ejemplo, un índice de mercado suficientemente representativo del conjunto, a elegir de entre los más frecuentemente empleados) no podría tal vez influir en algunas de las conclusiones alcanzadas; como veremos más tarde, todo el fenómeno de la persistencia lo analizamos sobre la base de los resultados obtenidos con tres *benchmarks* distintos.

3. UN PRIMER ANÁLISIS DE LA ROBUSTEZ DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS ANTE CAMBIOS EN EL TÍTULO SIN RIESGO O EN EL PERIODO BÁSICO DE ANÁLISIS UTILIZADOS

Como hemos indicado anteriormente, y con independencia de que continuemos después estudiando la sensibilidad del fenómeno de la persistencia ante cambios en el *benchmark* utilizado, decidimos en primer lugar estudiar si las principales conclusiones alcanzadas cambiarían al optar por un título sin riesgo distinto del considerado en el trabajo original, así como si se supone un periodo básico de análisis diferente al inicialmente empleado. De hecho, una parte importante de las críticas que suelen plantearse a la hora de valorar los resultados de este tipo de estudios se refieren a aspectos

metodológicos de partida (siempre discutibles) y que podrían matizar la validez de algunas de sus conclusiones.

Así, replicamos en primer lugar todo el análisis con un tipo de interés sin riesgo sensiblemente inferior al original, y que podría asociarse al rendimiento ofrecido por un depósito de baja remuneración; y posteriormente realizamos el trabajo completo con el tipo de interés original, pero en base semanal. Aunque en este último caso hay diferencias de importancia en cuanto a la aceptación de la hipótesis de normalidad (lo que también es coherente con los estudios clásicos en la materia), decidimos en el caso de rentabilidades semanales no eliminar ningún fondo (tampoco por falta de estabilidad en las betas, en cuyo caso las diferencias son mucho menores), con la intención de ir comprobando también hasta qué punto las conclusiones son o no sensibles a la eliminación de fondos por los motivos apuntados (aunque nuevamente ello presente también ventajas e inconvenientes).

Las diferencias causadas por la utilización de un tipo de interés distinto del original son muy pequeñas en lo relativo a la coherencia de los índices (tanto entre sí –en un mismo periodo– como entre periodos). Así, las diferencias en los coeficientes de correlación obtenidos entre los distintos índices se producen en muchos casos en el tercer decimal, apareciendo la mayor diferencia en el coeficiente de correlación de Pearson que relaciona los índices TRIP-Sharpe y Ratio de Información en el periodo 2003-05 (una diferencia que no llega a las 7 centésimas); en cualquier caso, todos los coeficientes obtenidos son estadísticamente significativos. También las tendencias se mantienen en lo relativo a la coherencia que muestra cada índice entre periodos, apareciendo sólo diferencias de cierta importancia en el índice TRIP-Sharpe (que ve cómo el coeficiente de correlación de Pearson cae

hasta en 6 centésimas, siendo ya bajo el valor de partida; con todo, resulta también significativo). En cuanto a los fondos que repiten grupo, la máxima diferencia es de tres fondos; y todavía menores son las discrepancias en lo que se refiere al número de fondos que baten al mercado en el segundo periodo. Finalmente, y en lo que hace referencia al comportamiento en 2003-05 de las carteras formadas con los mejores y peores fondos en el periodo 99-02, hay que decir que se mantiene el hecho de que todas las carteras que incluyen los 100 mejores fondos baten al mercado y todas las formadas por los 100 peores son batidas por el mismo (aunque con algunas diferencias de orden entre unas y otras según la aproximación al tipo de interés sin riesgo utilizada).

Algunas diferencias de mayor magnitud aparecen cuando cambiamos el periodo básico de análisis; de destacar serían las relativas al número de fondos que repiten grupo (que baja significativamente) y a la cantidad de fondos que baten al mercado en el segundo periodo (que aumenta de manera importante, incluso entre los fondos peor clasificados en el primero). También resulta reseñable el hecho de que todas las carteras caracterizadas como T1 ó T2 en el primer subperiodo baten al mercado en el segundo (al igual que en los casos anteriores), aunque en este caso también algunas caracterizadas como B1 (con Jensen y Treynor) lo hacen con algunos índices.

Como resumen de todo lo comentado, diremos que las conclusiones no parecen verse afectadas de manera importante por la utilización de una aproximación diferente al tipo de interés sin riesgo, mientras que el empleo de la semana como periodo básico de análisis arroja resultados similares, aunque algo más confusos (lo que nos remite nuevamente a los estudios clásicos, que apuntan ventajas asociadas a la utilización de rentabilidades mensuales).

4. ESTUDIO DEL FENÓMENO DE LA PERSISTENCIA

4.1. Aspectos metodológicos

Como indicábamos al principio del artículo, en este apartado profundizaremos en el estudio de la coherencia que cada índice presenta en dos periodos distintos (prescindiendo, por tanto, de las relaciones que en un mismo periodo pudieran existir entre los diferentes índices considerados).

Volvamos, en una primera aproximación, a lo realizado en Gómez-Bezares et al, 2007 en relación al fenómeno de la persistencia. Como se ha indicado, en su momento confeccionamos, para cada uno de los índices de *performance* considerados, el *ranking* de fondos correspondiente al periodo 99-02. Así, por ejemplo, tomando el índice de Sharpe, llegábamos a la siguiente información:

Nº orden	Fondo	Sharpe (99-02)
1	X	T1
...	...	T1
50	Y	T1
51	Z	T2
...	...	T2
100	A	T2
101	B	-
...	...	-
...	...	-
793	C	-
794	D	B2
...	...	B2
843	E	B2
844	F	B1
...	...	B1
893	G	B1

Partiendo de la información anterior, y realizando un proceso idéntico para el periodo 03-05, analizábamos si los fondos clasificados en cada grupo en el primer periodo tendían a serlo también en el segundo (es decir, si, por ejemplo, un fondo clasificado como T1 en 99-02 volvía a serlo en 03-05); y analizábamos también cuántos de los fondos clasificados en cada grupo en el primer periodo batían al mercado en el segundo. Los resultados obtenidos entonces eran interesantes, pudiendo percibirse una mayor tendencia a «repetir comportamiento» en los fondos mejor clasificados, en proporciones que intuitivamente parecían claramente superiores a las que pudiera provocar el azar (cosa que no ocurría en los fondos peor clasificados). Por otro lado, la capacidad de los fondos mejor clasificados en el primer periodo de batir al mercado en el segundo parecía clara, resultando la proporción de los que lo conseguían claramente superior a la que pudiera deberse al azar. Y todo ello venía avalado por el comportamiento mostrado por las carteras formadas por los fondos mejor clasificados en el primer periodo, que batían en todos los casos al mercado en el segundo (cosa que no ocurría nunca con las carteras formadas por los fondos peor clasificados).

En este trabajo trataremos ahora de:

- Confirmar estadísticamente la existencia del mencionado fenómeno de persistencia (para lo que utilizaremos dos tests distintos, contruidos ambos sobre la base de las tablas de contingencia correspondientes).
- Analizar la robustez de los resultados obtenidos, utilizando como *benchmark* un índice de mercado diferente al empleado hasta el momento, y considerando ahora la totalidad de los fondos originales (sin prescindir de ninguno por razones de normalidad o de estabilidad de las betas; lo que pre-

Tabla n.º 1
Persistencia en la pertenencia al grupo T1 (los 50 mejores)

Periodo 03-05				
	Frec. Abs. Obs.	Grupo T1	Resto	Suma filas
Periodo	T1	$T1_{99-02} - T1_{03-05}$	$T1_{99-02} - resto_{03-05}$	50
99-02	Resto	$resto_{99-02} - T1_{03-05}$	$resto_{99-02} - resto_{03-05}$	933
	Suma columnas	50	933	983

senta la ventaja de eliminar posibles sesgos).

Con relación a este último punto, hay que indicar que la utilización de índices de mercado como *benchmark* presentaría a su vez ventajas e inconvenientes:

- Como ventaja, el índice no se vería penalizado por las comisiones (como ocurre en el caso de utilizar la cartera de mercado R_m , cuya rentabilidad se obtenía a partir de las de los fondos, donde están descontadas dichas comisiones). Se evitaría así dar una ventaja artificial a la gestión activa frente a la pasiva.
- Como inconveniente, los índices al uso no suelen considerar la reinversión de los dividendos (que sí es implícitamente considerada al utilizar la cartera R_m). Para evitar este problema, utilizamos un índice formado por los 600 títulos más importantes a nivel europeo, convenientemente corregido por la reinversión de los dividendos correspondientes.

Así las cosas, decidimos realizar esta parte del estudio tomando tres posibles *benchmarks* a batir: la cartera de mercado calculada como media no ponderada de todos los fondos considerados (la misma que se empleó en el trabajo anterior); el lla-

mado SXXP Index, que aglutina a las 600 empresas más grandes de Europa, corrigiendo con dividendos (y que en opinión de los profesionales de la gestión de fondos consultados sería el *benchmark* pasivo ideal en el contexto de la Teoría de cartera y el CAPM); y el SX5P INDEX (corregido nuevamente con dividendos), que es un índice similar al EUROSTOXX, pero que incluye algunos de los títulos más importantes de la zona no euro (y que es claramente peor que el anterior, en la medida en que considera un número de títulos muy inferior, pero que tomamos de alguna manera como contraste). Y todo ello con los 983 fondos y el título sin riesgo originalmente considerado y en base mensual.

Evidentemente, la utilización de *benchmarks* diferentes al empleado originalmente supone que las betas (y todos los índices en los que se consideren éstas) cambian¹¹. Aunque puede demostrarse que los cambios no serían demasiado importantes (de hecho los coeficientes de correlación obtenidos entre betas son elevadísimos), decidimos trabajar con los valores recalculados para cada *benchmark*.

¹¹ Al usar el propio *benchmark* como cartera de mercado.

De esta manera, para cada índice de *performance* y para cada uno de los tres *benchmarks* considerados, se construyeron cuatro tablas de contingencia (todas ellas con las frecuencias absolutas observadas):

Como puede verse, cada una de las cuatro celdillas de la tabla indica las posibles combinaciones en el comportamiento de un fondo en el transcurso de los dos periodos: así, $T1_{99-02}-T1_{03-05}$ indica el número de fondos clasificados en el grupo T1 en los dos subperiodos considerados; $T1_{99-02}-\text{resto}_{03-05}$ hace referencia al de los que aparecen clasificados entre los cincuenta primeros en el periodo 99-02 pero no lo hacen en 03-05; $\text{resto}_{99-02}-T1_{03-05}$ es el número de fondos clasificados como T1 en el periodo 03-05 pero no en 99-02; y $\text{resto}_{99-02}-\text{resto}_{03-05}$

se refiere al de los fondos que no quedan clasificados en el grupo de los cincuenta mejores en ninguno de los dos periodos. Así, la primera fila debe sumar necesariamente 50 (ya que los fondos clasificados como T1 en el primer periodo deben repartirse entre T1 y resto en el segundo; y lo mismo ocurre con la suma de la primera columna, que indica el comportamiento en 99-02 de los fondos clasificados como T1 en 03-05 (nuevamente 50). Y dado que el total de fondos analizados es 983, conocida la primera celdilla pueden obtenerse todas las demás.

En la tabla n.º 2 correspondiente a cada índice de *performance* (y a cada *benchmark*) se realiza un estudio similar al anterior pero referido a los fondos clasificados en

Tabla n.º 2
Persistencia en la pertenencia a los grupos T1 ó T2 (los 100 mejores)

Periodo 03-05				
	Frec. Abs. Obs.	Grupo T12	Resto	Suma filas
Periodo	T12	$T12_{99-02} - T12_{03-05}$	$T12_{99-02} - \text{resto}_{03-05}$	100
99-02	Resto	$\text{Resto}_{99-02} - T12_{03-05}$	$\text{Resto}_{99-02} - \text{resto}_{03-05}$	883
	Suma columnas	100	883	983

Tabla n.º 3
Relación entre pertenecer o no a T1 (los 50 mejores) en el primer periodo y batir o no al *benchmark* en el segundo

Periodo 03-05				
	Frec. Abs. Obs.	Bate	No bate	Suma filas
Periodo	T1	$T1_{99-02} - \text{Bate}_{03-05}$	$T1_{99-02} - \text{No bate}_{03-05}$	50
99-02	Resto	$\text{Resto}_{99-02} - \text{Bate}_{03-05}$	$\text{Resto}_{99-02} - \text{No bate}_{03-05}$	933
	Suma columnas	X1	X2	983

cualquiera de los dos primeros grupos (T1 ó T2). Así, en la primera celdilla aparece el número de fondos clasificados como T1 ó T2 en los dos periodos considerados; la celdilla correspondiente a $T12_{99-02}$ -resto $_{03-05}$ indica el número de los que, clasificados como T1 ó T2 en el primer periodo, no lo son en el segundo; $resto_{99-02}$ - $T12_{03-05}$ recoge el número de fondos no clasificados entre los 100 mejores en el periodo 99-02 que sí aparecen como tales en 03-05; y los fondos $resto_{99-02}$ -resto $_{03-05}$ son aquellos que no aparecen entre los 100 mejores en ninguno de los dos periodos considerados. El lector puede comprobar que ahora la suma de la primera fila (lo mismo que la primera columna) debe necesariamente ser 100; con lo que nuevamente, el conocimiento de una celdilla cualquiera de la tabla permitiría calcular las cifras correspondientes al resto.

En la tabla n.º 3 correspondiente a un índice y un *benchmark* concretos analizaremos la relación existente entre «aparecer (o no) clasificado en el grupo de los 50 mejores fondos en el periodo 99-02» y «batir (o no) al mercado en el 03-05». En este caso, puede verse que la suma de la primera fila debe necesariamente ser igual a 50 (por lo que la segunda debe sumar 933), pero la

suma de la primera columna no es conocida a priori (ya que se refiere al número de fondos que batan al *benchmark* en el periodo 03-05, lo que no está fijado de antemano como en tablas anteriores). En resumen, X_1 es el número de fondos que batan al *benchmark* en el periodo 03-05 (siendo X_2 el de los que no lo hacen, es decir, $983 - X_1$)

La tabla n.º 4 correspondiente a cada índice (y *benchmark*) estudia la posible relación existente entre los atributos «pertener o no al grupo T1 ó T2 en el primer periodo» y «batir o no al *benchmark* en el segundo periodo». Nuevamente son conocidas a priori las sumas correspondientes a las filas (100 y 883, respectivamente), pero no a las columnas (aunque, evidentemente, las sumas de estas últimas deben coincidir para un mismo índice y *benchmark* en las tablas n.º 3 y 4).

Con cada una de las tablas presentadas se realizan varios tests (en alguno de los casos por caminos diferentes), con la intención de estudiar el fenómeno aludido de la persistencia. En concreto, las tablas n.º 1 y 2 tienen evidentemente que ver con dicho fenómeno, en la medida en que estudian si los fondos tienden a «repetir comportamiento» (es decir, permiten analizar si saber que un fondo pertenece a un determinado

Tabla n.º 4
Relación entre pertenecer o no a T1 ó T2 (los 100 mejores) en el primer periodo y batir o no al *benchmark* en el segundo

Periodo 03-05				
	Frec. Abs. Obs.	Bate	No bate	Suma filas
Periodo	T12	$T12_{99-02}$ - Bate $_{03-05}$	$T12_{99-02}$ - No bate $_{03-05}$	100
99-02	Resto	$Resto_{99-02}$ - Bate $_{03-05}$	$Resto_{99-02}$ - No bate $_{03-05}$	883
	Suma columnas	X_1	X_2	983

Periodo 03-05				
	Frec. Abs. Obs.	Bate	No bate	Suma filas
Periodo	T1	O_{11}	O_{12}	50
99-02	Resto	O_{21}	O_{22}	933
	Suma columnas	X_1	X_2	983

Periodo 03-05				
	Frec. Abs. Obs.	Bate	No bate	Suma filas
Periodo	T1	$E_{11} = p_1 \cdot n_1$	$E_{12} = p_2 \cdot n_1$	n_1
99-02	Resto	$E_{21} = p_1 \cdot n_2$	$E_{22} = p_2 \cdot n_2$	n_2
	Suma columnas	X_1	X_2	N

grupo en el primer periodo constituye o no una información relevante a la hora de prever cómo quedará clasificado en el segundo); y en lo relativo a las tablas 3 y 4, lo que se analiza no es estrictamente el fenómeno de la persistencia, pero sí algo relacionado con ella (ya que nos indican si los fondos bien clasificados en el primer periodo tienden a batir al mercado en el segundo).

Tomando como ejemplo la tabla n.º 3 (que da algún mayor juego, al presentar atributos distintos en filas y columnas), los tests utilizados son los siguientes:

1. El que algunos autores llaman test de la «Z de Malkiel»¹². En la tabla n.º 3 original tenemos las frecuencias absolutas «observadas», por lo que podemos utilizar la siguiente nomenclatura:

Si no existiera relación entre los dos atributos considerados («pertenecer o no al grupo T1 en el primer periodo» y «batir o no al mercado en el segundo»), lo que interpre-

taríamos como un indicio de falta de persistencia, las proporciones que X_1 y X_2 representan sobre el total (probabilidad de batir o no al *benchmark* en el periodo 03-05) deberían mantenerse de idéntica forma tanto en los fondos clasificados como «T1» o como «resto» en el periodo 99-02. Así, si llamamos:

$$p_1 = \frac{X_1}{N} \quad y \quad p_2 = \frac{X_2}{N}$$

(donde $N=983$), debería ocurrir (en ausencia de relación) que las frecuencias absolutas observadas respondieran al patrón «estimado»:

donde $n_1=50$ y $n_2=933$ (siempre que nos refiramos a la información recogida en la tabla 3). Insistimos una vez más en el hecho de que éstas son las frecuencias absolutas

¹² Malkiel (1995).

conjuntas estimadas bajo la hipótesis nula de no relación entre «pertenencia o no al grupo T1 en el primer periodo» y «batir o no al *benchmark* en 03-05».

Por otro lado, el estadístico:

$$Z = \frac{Y - np}{\sqrt{np(1-p)}}$$

que sigue aproximadamente una distribución normal tipificada (0,1), es el que utilizaremos para aceptar o rechazar la hipótesis nula planteada. En esto se basa la Z de Malkiel, que en nuestro caso llevaría a la siguiente expresión asociada a cada posible celdilla de la tabla anterior:

$$Z_{ij} = \frac{O_{ij} - E_{ij}}{\sqrt{E_{ij}(1-p_j)}}$$

La fórmula propuesta proporciona el valor experimental, para el que posteriormente se obtendría la cola que deja a su izquierda (o derecha). Lógicamente, la prueba debe realizarse a dos colas, por lo que si deseamos trabajar con un error alfa del 5% (de rechazar la hipótesis nula cuando es cierta) la aceptación de dicha hipótesis exigiría que dicha cola fuera igual o mayor que el 2,5%.

El lector puede comprobar que, en realidad, lo que se contrasta con el test propuesto es si las probabilidades p_1 y p_2 (frecuencias marginales de las columnas) se mantienen en todas las categorías del atributo representado en las filas (lo que sería un indicio de falta de relación entre los atributos recogidos en filas y columnas). Así, es evidente que el test es redundante en cada fila, es decir, que Z_{11} y Z_{12} (al igual que Z_{21} y Z_{22}) son valores totalmente relacionados (de hecho, presentan siempre valores idénticos, pero cambiados de signo). Y también podría realizarse todo el proceso propuesto calculando las probabilidades a partir de las

frecuencias de las filas (en lugar de las de las columnas; pero no entraremos en ello).

2. Test de la Chi cuadrado. Como es sabido, la relación entre dos atributos puede analizarse también mediante este test. En nuestro caso, el estadístico a estudiar sería el siguiente:

$$\sum_{i=1}^r \sum_{j=1}^c \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}}$$

que sigue aproximadamente una distribución Chi cuadrado con $k = (f-1) \times (c-1)$ grados de libertad (donde f y c son, respectivamente, las categorías posibles en los atributos presentados en filas y columnas –en nuestro caso, $f=c=2$; y por tanto, $k=1$ grados de libertad–). Finalmente, diremos que, evidentemente, sea cual sea el camino elegido para realizar el test de la Z de Malkiel, la prueba de la Chi cuadrado es la misma (al serlo las tablas de frecuencias observadas y estimadas).

4.2. **Discusión de los resultados obtenidos**

Dado el ingente volumen de datos generados por la combinación de índices de *performance* considerados, *benchmark* elegidos y pruebas a realizar, trataremos de resumir la información relevante en unos cuadros sencillos con la siguiente estructura:

Como puede verse, en la segunda columna se recogen las dos posibles categorías que puede tomar el atributo considerado en el primer periodo (99-02). Así, por ejemplo, si nos centramos en la primera fila, la Z de Malkiel contrasta la siguiente hipótesis nula: «se mantienen en el grupo 'T1' del periodo 99-02 las frecuencias marginales de las columnas»; mientras que en la segunda fila, con la Z de Malkiel se contrasta la siguiente hipótesis nula: «se mantienen en el grupo 'resto' del periodo 99-02 las frecuencias marginales de las columnas». En la cuarta columna se ofrece la cola que

Índice: Sharpe
Benchmark: Cartera equiponderada R_m

Nº de tabla	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	6,730	0,00%	SI	47,726	0,00%	SI
	resto	1,558	5,96%	NO			
Tabla 2	T1 ó T2	8,544	0,00%	SI	81,262	0,00%	SI
	resto	2,875	0,20%	SI			
Tabla 3	T1	5,476	0,00%	SI	31,594	0,00%	SI
	resto	1,268	10,25%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	7,744	0,00%	SI	66,766	0,00%	SI
	resto	2,606	0,46%	SI			

queda a la derecha del valor de Z obtenido (o a la izquierda, ya que el valor experimental de Z se muestra en valor absoluto): si es menor que el 2,5% deberemos rechazar la hipótesis nula (lo que interpretaremos como indicio de relación entre los atributos considerados). En realidad, el tener un valor alto de Z en valor absoluto (o de Chi cuadrado), indica «relación», pero no necesariamente persistencia; efectivamente, podría darse también el fenómeno contrario: que los mejores del primer periodo fueran los peores del siguiente, y eso daría también valores altos en los estadísticos, indicando relación. Sin embargo, en nuestro caso los valores de Z (con su signo) indican en todos los casos que esa relación es la coherente con el fenómeno de la persistencia.

La prueba de la Chi cuadrado contrasta directamente si hay relación entre los dos atributos considerados. Así, por ejemplo, la hipótesis nula que se contrasta en la tabla 1 es: «No existe relación entre los atributos 'ser T1 o resto en el primer periodo' y 'ser

T1 o resto en el segundo periodo'». Es claro que se analiza algo muy parecido, pero la Z de Malkiel permite discernir si hay diferencias en la relación dependiendo de la categoría a la que hagamos referencia con respecto al primer periodo.

En los cuadros nº 4 a 8 se muestran los resultados obtenidos, para un error alfa del 5%. De su observación pueden extraerse las siguientes conclusiones:

—Análisis del fenómeno de persistencia en sentido estricto: tablas n.º 1 y 2.

Con la Z de Malkiel, hay que indicar que se rechaza en todos los casos la hipótesis nula en la primera fila de cada tabla. Dicho de otra manera, aceptamos, con todos los índices de *performance*, y con cualquiera de los *benchmark* estudiados, que se da el fenómeno de persistencia en relación a los fondos mejor clasificados. Algo muy parecido ocurre también con los fondos clasificados como «resto» en el primer periodo, aunque en este caso, los índices de Sharpe,

Treynor y el Ratio de Información presentan algunos *benchmark* contradictorios. De cualquier modo, con el test de la Chi cuadrado, que contrasta directamente la relación entre los dos atributos estudiados, se acepta en todos los casos la existencia de dicha relación.

—Análisis de la relación existente entre «estar o no entre los 50 mejores en el primer periodo» y «batir o no al *benchmark* en el segundo periodo»: Tabla n.º 3.

Con el test de la Z de Malkiel se rechaza la hipótesis nula de que se mantengan las frecuencias marginales de las columnas en la primera fila de cada tabla con todos los índices y *benchmark* considerados (a excepción del tercer *benchmark*, que ya indicábamos que era claramente el peor, con el que se aceptaría dicha hipótesis con los índices de Treynor, Jensen y R.I.). En lo que se refiere a los fondos clasificados en el primer periodo como «resto», se acepta la hipótesis nula. El test de la Chi cuadrado corrobora la existencia de relación entre los dos atributos analizados en todos los casos, salvo con el tercer *benchmark* y con los índices de Treynor, Jensen y R.I.

—Análisis de la relación existente entre «estar o no entre los 100 mejores fondos en el primer periodo» (es decir, estar clasificado como T1 ó T2) y «batir o no al *benchmark* en el segundo periodo»: Tabla n.º 4.

Los resultados vuelven a ser bastante parecidos, rechazándose la hipótesis nula en la primera fila de cada tabla (con todos los índices y *benchmark* estudiados); mientras que en la segunda fila sólo se aceptaría en casos puntuales (en todos los índices, con el tercer *benchmark*; y en el índice R.I. con el segundo y el tercero). En cualquier caso, por el test de la Chi cuadrado se acepta la existencia de relación entre los dos atributos considerados en todos los casos.

Finalmente, ofrecemos en los cuadros n.º 9 y 10 una información resumida que puede resultar de interés para el gestor de carteras y fondos. Así, en el cuadro n.º 9 se muestra el número de fondos clasificados como T1 y T2 en el periodo 99-02 que batían al *benchmark* en 03-05, junto con el número total de fondos (de los 983 considerados) que batían también a dicho *benchmark*; todo ello para cada índice de *performance* estudiado, y considerando como *benchmark* el que, en opinión de los expertos consultados, resulta más adecuado en este contexto: el SXXP Index (que, recordemos, aglutinaba a las 600 empresas más grandes de Europa), convenientemente corregido con dividendos. En el cuadro n.º 10 se muestra un resumen de los resultados que se obtienen en las tablas n.º 3 y 4 con la Z de Malkiel, empleando ahora un valor $p=0,5$ (ya que, a priori, cabría pensar que la mitad de los fondos quedarán por encima del *benchmark*). Como puede verse, se aceptaría la hipótesis de que la utilización de estrategias basadas en la selección de fondos clasificados como T1 y/o T2 en el periodo 99-02 permite batir al mercado en 03-05 con una probabilidad superior al 50%.

5. CONCLUSIONES

En un trabajo previo, detectamos que algunas medidas de *performance* (tanto clásicas –índices de Sharpe o de Treynor–, como otras más modernas –TRIP o el Ratio de Información–) aplicadas a una amplia muestra de fondos de inversión en un periodo bajista como el 99-02, resultaban útiles para tratar de batir al mercado en un periodo posterior de carácter alcista (03-05). A la vista de los resultados obtenidos en este nuevo trabajo, debemos decir que, realizado un análisis de robustez (o sensibilidad) de los resultados alcanzados en el trabajo aludido referido a la posibilidad de utilizar un tipo de interés sin riesgo distinto del original

(el asociado a depósitos de baja remuneración, en lugar del índice confeccionado por AFI como media de los fondos comercializados en España que invierten su dinero en activos del mercado monetario en la zona euro), un periodo básico de análisis diferente (la semana en lugar del mes) e incluso un *benchmark* alternativo (un índice de mercado que corrija con dividendos, pero no considere las comisiones, en lugar de la cartera equiponderada compuesta por todos los fondos analizados), las conclusiones fundamentales se mantienen: existe una cierta persistencia, al menos en lo que se refiere a los fondos que quedan mejor clasificados en el primer periodo, que tienden también a serlo en el segundo (recuérdese que el primero es un periodo bajista y el segundo es alcista); y por otro lado, se acepta la hipótesis de existencia de relación entre quedar

clasificado entre los mejores fondos en el primer periodo y batir al mercado en el segundo (lo que justificaría la utilización de los *ranking* obtenidos con los índices de *performance* en el primer periodo para formar carteras que batan a la gestión pasiva en el segundo). Todo lo cual presenta una significación estadística suficiente.

Por otro lado, podemos también indicar que, como era de esperar, los resultados son algo más confusos al utilizar un *benchmark* como el tercero (SX5P INDEX, que es un índice claramente menos representativo que el segundo -SX5P INDEX, al recoger una parte muy inferior de los títulos cotizados), no existiendo una diferencia importante entre utilizar una cartera de mercado que incluya todos los fondos equiponderados o un índice suficientemente representativo del conjunto.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BUSSE, J.A. y IRVINE, P.J. (2006): «Bayesian Alphas and Mutual Fund Persistence», *The Journal of Finance*, Vol. LXI, 5, October: 2251-2288.
- FAMA, E.F. (1976): *Foundations of Finance*, Basic Books, Nueva York.
- FERRUZ, L. y SARTO, J.L. (1997): «Revisión crítica de las medidas clásicas de performance de carteras y propuesta de índices alternativos. Aplicación a fondos de inversión españoles (1990-1995)», *Boletín de Estudios Económicos*, Vol. LII, 162, Diciembre: 549-573.
- GÓMEZ-BEZARES, F.; MADARIAGA, J.A. y SANTIBÁÑEZ, J. (1994): *Valoración de acciones en la Bolsa Española. Un análisis de la relación entre la rentabilidad y el riesgo*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- (2003): «Medidas de performance: Algunos índices clásicos y relación de la TRIP con la teoría de cartera», *Análisis Financiero Internacional*, 113, Tercer Trimestre: 5-19.
- (2004): «Performance ajustada al riesgo: Índices clásicos y nuevas medidas», *Análisis Financiero*, 93, Primer Cuatrimestre: 6-16.
- (2007): «Índices de performance, gestión activa y eficiencia. Un análisis empírico», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 16, 2: 21-40.
- JENSEN, M.C. (1968): «The performance of mutual funds in the period 1945-1964», *Journal of finance*, Mayo: 389-416.
- (1969): «Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolios», *Journal of business*, Abril: 67-247.
- KOSOWSKI, R.; TIMMERMAN, A., WERMERS, R. y WHITE, H. (2006): «Can Mutual Fund 'Stars' Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis», *The Journal of Finance*, Vol. LXI, 6, December: 2551-2595.
- MALKIEL, B.G. (1995): «Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991», *The Journal of Finance*, Vol. L, 2, June: 549-572.
- MODIGLIANI, L. (1997): «Don't Pick Your Managers By Their Alphas», *U.S. Investment Research, U.S. Strategy*, Morgan Stanley Dean Witter, June.
- MODIGLIANI, F. y MODIGLIANI, L. (1997): «Risk-Adjusted Performance», *Journal of Portfolio Management*, vol. 23, 2, Winter: 45-54.
- MURALIDHAR, A. (2000): «Risk-Adjusted Performance: The Correlation Correction», *Financial Analysts Journal*, vol. 56, 5, September/ October: 63-71.
- (2001): «Optimal Risk-Adjusted Portfolios with Multiple Managers», *Journal of Portfolio Management*, vol. 27, 3, Spring: 97-104.
- ROLL, R. (1992): «A Mean/Variance Analysis of Tracking Error», *Journal of Portfolio Management*, vol. 18, 4, Summer: 13-22.
- SHARPE, W.F. (1966): «Mutual fund performance», *Journal of business*, Enero: 119-138.
- TREYNOR, J.L. (1965): «How to rate management of investment funds», *Harvard business review*, Enero-Febrero: 63-75.

ANEXO

Cuadro nº. 1
(Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM). Comportamiento, en cada periodo, del índice de mercado y del título sin riesgo

Periodo 99-02		μ	σ	β	μ_{TE}	σ_{TE}
Rm	Media aritmética no pon	-0,29%	4,98%	1	0,00%	0,00%
R0	AFI Media FIAMM	0,28%	0,11%	-0,008	0,58%	5,02%
Periodo 03-05		μ	σ	β	μ_{TE}	σ_{TE}
Rm	Media aritmética no pon	1,24%	2,67%	1	0,00%	0,00%
R0	AFI Media FIAMM	0,17%	0,06%	-0,001	-1,07%	2,67%

Cuadro nº. 2
(Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM). Resumen estadístico: comportamiento en 2003-2005 de las carteras formadas en función del comportamiento en los distintos índices en 1999-2002

Nº de fondos que repiten comportamiento	S	T	J	TRIPS	RI
Nº de fondos T1 (en 99-02) que repiten grupo T1 en 03-05	13	17	19	16	9
Nº de fondos T2 (en 99-02) que repiten grupo T2 en 03-05	4	16	13	6	7
Nº de fondos B2 (en 99-02) que repiten grupo B2 en 03-05	6	6	4	5	11
Nº de fondos B1 (en 99-02) que repiten grupo B1 en 03-05	6	6	9	7	7
Nº de fondos que repiten comportamiento	S	T	J	TRIPS	RI
Nº de fondos T1 (en 99-02) que repiten grupo T1 en 03-05	13	17	19	16	9
Nº de fondos T2 (en 99-02) que repiten grupo T2 en 03-05	4	16	13	6	7
Nº de fondos B2 (en 99-02) que repiten grupo B2 en 03-05	6	6	4	5	11
Nº de fondos B1 (en 99-02) que repiten grupo B1 en 03-05	6	6	9	7	7
¿Baten las carteras a la cartera de mercado?	S	T	J	TRIPS	RI
La cartera T1 (según 99-02) bate al mercado en 03-05	SI	SI	SI	SI	SI
La cartera T2 (según 99-02) bate al mercado en 03-05	SI	SI	SI	SI	SI
La cartera B2 (según 99-02) bate al mercado en 03-05	NO	NO	NO	NO	NO
La cartera B1 (según 99-02) bate al mercado en 03-05	NO	NO	NO	NO	NO

Cuadro n°. 3

(Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM). Resumen estadístico: comportamiento en 2003-2005 de las carteras formadas en función del comportamiento en los distintos índices en 1999-2002 (en relación a la cartera de mercado y el título sin riesgo)

nº	S	S	T	T	J	J	TRIP-S	TRIP-S	R.I.	R.I.
1	S	50 T1	S	50 T1	TRIP-S	50 T1	S	50 T1	R.I.	50 T2
2	T	50 T1	T	50 T1	J	50 T1	T	50 T1	TRIP-S	50 T2
3	R.I.	50 T2	J	50 T1	S	50 T1	J	50 T1	T	50 T1
4	J	50 T1	TRIP-S	50 T1	T	50 T1	TRIP-S	50 T1	S	50 T1
5	TRIP-S	50 T2	R.I.	50 T2	TRIP-S	50 T2	R.I.	50 T2	J	50 T1
6	TRIP-S	50 T1	TRIP-S	50 T2	T	50 T2	TRIP-S	50 T2	TRIP-S	50 T1
7	S	50 T2	T	50 T2	S	50 T2	T	50 T2	S	50 T2
8	T	50 T2	S	50 T2	R.I.	50 T2	S	50 T2	T	50 T2
9	J	50 T2	R.I.	50 T1	R.I.	50 T1	J	50 T2	J	50 T2
10	R.I.	50 T1	J	50 T2	J	50 T2	R.I.	50 T1	R.I.	50 T1
11	R _m	R _m	R _m	R _m	R0	R0	R _m	R _m	R _m	R _m
12	T	50 B1	T	50 B1	R _m	R _m	R0	R0	R.I.	50 B2
13	TRIP-S	50 B2	R.I.	50 B2	T	50 B1	T	50 B1	J	50 B1
14	R.I.	50 B2	TRIP-S	50 B2	TRIP-S	50 B2	TRIP-S	50 B2	R0	R0
15	S	50 B1	S	50 B1	J	50 B2	J	50 B2	TRIP-S	50 B1
16	J	50 B2	J	50 B2	S	50 B1	S	50 B1	R.I.	50 B1
17	S	50 B2	S	50 B2	S	50 B2	S	50 B2	TRIP-S	50 B2
18	J	50 B1	J	50 B1	R.I.	50 B2	R.I.	50 B2	T	50 B1
19	TRIP-S	50 B1	TRIP-S	50 B1	T	50 B2	T	50 B2	S	50 B2
20	T	50 B2	T	50 B2	J	50 B1	J	50 B1	S	50 B1
21	R.I.	50 B1	R.I.	50 B1	TRIP-S	50 B1	TRIP-S	50 B1	J	50 B2
22	R0	R0	R0	R0	R.I.	50 B1	R.I.	50 B1	T	50 B2

Cuadro nº. 4

Estudio de la persistencia con el Índice de Sharpe (Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM; para un error alfa del 5%)

Benchmark: Cartera equiponderada R_m

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	6,730	0,00%	SI	47,726	0,00%	SI
	resto	1,558	5,96%	NO			
Tabla 2	T1 ó T2	8,544	0,00%	SI	81,262	0,00%	SI
	resto	2,875	0,20%	SI			
Tabla 3	T1	5,476	0,00%	SI	31,594	0,00%	SI
	resto	1,268	10,25%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	7,744	0,00%	SI	66,766	0,00%	SI
	resto	2,606	0,46%	SI			

Benchmark: SXXP Index

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	6,730	0,00%	SI	47,726	0,00%	SI
	resto	1,558	5,96%	NO			
Tabla 2	T1 ó T2	8,544	0,00%	SI	81,262	0,00%	SI
	resto	2,875	0,20%	SI			
Tabla 3	T1	5,349	0,00%	SI	30,146	0,00%	SI
	resto	1,238	10,78%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	7,565	0,00%	SI	63,707	0,00%	SI
	resto	2,546	0,55%	SI			

Benchmark: SX5P INDEX (50 ZONA EURO+GB+...)

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	6,730	0,00%	SI	47,726	0,00%	SI
	resto	1,558	5,96%	NO			
Tabla 2	T1 ó T2	8,544	0,00%	SI	81,262	0,00%	SI
	resto	2,875	0,20%	SI			
Tabla 3	T1	3,571	0,02%	SI	13,437	0,02%	SI
	resto	0,827	20,42%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	4,388	0,00%	SI	21,440	0,00%	SI
	resto	1,477	6,99%	NO			

Cuadro n°. 5

Estudio de la persistencia con el Índice de Treynor (Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM; para un error alfa del 5%)

Benchmark: Cartera equiponderada R_m

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	7,374	0,00%	SI	57,290	0,00%	SI
	resto	1,707	4,39%	NO			
Tabla 2	T1 ó T2	10,859	0,00%	SI	131,281	0,00%	SI
	resto	3,654	0,01%	SI			
Tabla 3	T1	5,900	0,00%	SI	36,672	0,00%	SI
	resto	1,366	8,60%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	7,131	0,00%	SI	56,603	0,00%	SI
	resto	2,400	0,82%	SI			

Benchmark: SXXP Index

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	7,374	0,00%	SI	57,290	0,00%	SI
	resto	1,707	4,39%	NO			
Tabla 2	T1 ó T2	10,859	0,00%	SI	131,281	0,00%	SI
	resto	3,654	0,01%	SI			
Tabla 3	T1	5,900	0,00%	SI	36,672	0,00%	SI
	resto	1,366	8,60%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	7,131	0,00%	SI	56,603	0,00%	SI
	resto	2,400	0,82%	SI			

Benchmark: SX5P INDEX (50 ZONA EURO+GB+...)

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	8,661	0,00%	SI	79,038	0,00%	SI
	resto	2,005	2,25%	SI			
Tabla 2	T1 ó T2	12,513	0,00%	SI	174,319	0,00%	SI
	resto	4,211	0,00%	SI			
Tabla 3	T1	1,391	8,21%	NO	2,039	15,33%	NO
	resto	0,322	37,37%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	2,638	0,42%	SI	7,748	0,54%	SI
	resto	0,888	18,73%	NO			

Cuadro nº. 6

Estudio de la persistencia con el Índice de Jensen (Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM; para un error alfa del 5

Benchmark: Cartera equiponderada R_m

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	9,305	0,00%	SI	91,222	0,00%	SI
	resto	2,154	1,56%	SI			
Tabla 2	T1 ó T2	12,183	0,00%	SI	165,224	0,00%	SI
	resto	4,100	0,00%	SI			
Tabla 3	T1	6,186	0,00%	SI	40,312	0,00%	SI
	resto	1,432	7,61%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	7,333	0,00%	SI	59,858	0,00%	SI
	resto	2,468	0,68%	SI			

Benchmark: SXXP Index

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	10,592	0,00%	SI	118,208	0,00%	SI
	resto	2,452	0,71%	SI			
Tabla 2	T1 ó T2	12,844	0,00%	SI	183,657	0,00%	SI
	resto	4,322	0,00%	SI			
Tabla 3	T1	5,471	0,00%	SI	31,541	0,00%	SI
	resto	1,267	10,26%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	6,321	0,00%	SI	44,474	0,00%	SI
	resto	2,127	1,67%	SI			

Benchmark: SX5P INDEX (50 ZONA EURO+GB+...)

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	10,592	0,00%	SI	118,208	0,00%	SI
	resto	2,452	0,71%	SI			
Tabla 2	T1 ó T2	12,513	0,00%	SI	174,319	0,00%	SI
	resto	4,211	0,00%	SI			
Tabla 3	T1	1,865	3,11%	NO	3,666	5,55%	NO
	resto	0,432	33,29%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	2,638	0,42%	SI	7,748	0,54%	SI
	resto	0,888	18,73%	NO			

Cuadro n°. 7

Estudio de la persistencia con el Índice de TRIP-Sharpe (Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM; para un error alfa del 5%)

Benchmark: Cartera equiponderada R_m

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	8,661	0,00%	SI	79,038	0,00%	SI
	resto	2,005	2,25%	SI			
Tabla 2	T1 ó T2	9,205	0,00%	SI	94,335	0,00%	SI
	resto	3,098	0,10%	SI			
Tabla 3	T1	5,476	0,00%	SI	31,594	0,00%	SI
	resto	1,268	10,25%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	6,756	0,00%	SI	50,815	0,00%	SI
	resto	2,274	1,15%	SI			

Benchmark: SXXP Index

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	9,305	0,00%	SI	91,222	0,00%	SI
	resto	2,154	1,56%	SI			
Tabla 2	T1 ó T2	9,867	0,00%	SI	108,383	0,00%	SI
	resto	3,320	0,04%	SI			
Tabla 3	T1	5,953	0,00%	SI	37,334	0,00%	SI
	resto	1,378	8,41%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	6,498	0,00%	SI	47,002	0,00%	SI
	resto	2,187	1,44%	SI			

Benchmark: SX5P INDEX (50 ZONA EURO+GB+...)

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	9,949	0,00%	SI	104,278	0,00%	SI
	resto	2,303	1,06%	SI			
Tabla 2	T1 ó T2	11,521	0,00%	SI	147,765	0,00%	SI
	resto	3,877	0,01%	SI			
Tabla 3	T1	3,259	0,06%	SI	11,191	0,08%	SI
	resto	0,754	22,53%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	3,947	0,00%	SI	17,345	0,00%	SI
	resto	1,328	9,20%	NO			

Cuadro nº. 8

Estudio de la persistencia con el Ratio de Información (Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM; para un error alfa del 5%)

Benchmark: Cartera equiponderada R_m

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	2,869	0,21%	SI	8,670	0,32%	SI
	resto	0,664	25,33%	NO			
Tabla 2	T1 ó T2	5,897	0,00%	SI	38,717	0,00%	SI
	resto	1,985	2,36%	SI			
Tabla 3	T1	6,365	0,00%	SI	42,690	0,00%	SI
	resto	1,474	7,03%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	7,562	0,00%	SI	63,655	0,00%	SI
	resto	2,545	0,55%	SI			

Benchmark: SXXP Index

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	2,225	1,30%	SI	5,216	2,24%	SI
	resto	0,515	30,33%	NO			
Tabla 2	T1 ó T2	2,258	1,20%	SI	5,678	1,72%	SI
	resto	0,760	22,36%	NO			
Tabla 3	T1	3,262	0,06%	SI	11,212	0,08%	SI
	resto	0,755	22,51%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	4,411	0,00%	SI	21,663	0,00%	SI
	resto	1,484	6,88%	NO			

Benchmark: SX5P INDEX (50 ZONA EURO+GB+...)

	Z Malkiel Grupo 99-02	Z Malkiel Valor exp	Z Malkiel Cola	Z Malkiel ¿Relación?	Chi Cuad Valor exp	Chi Cuad Cola	Chi Cuad ¿Relación?
Tabla 1	T1	2,225	1,30%	SI	5,216	2,24%	SI
	resto	0,515	30,33%	NO			
Tabla 2	T1 ó T2	2,589	0,48%	SI	7,463	0,63%	SI
	resto	0,871	19,18%	NO			
Tabla 3	T1	1,573	5,79%	NO	2,606	10,65%	NO
	resto	0,364	35,79%	NO			
Tabla 4	T1 ó T2	2,516	0,59%	SI	7,045	0,79%	SI
	resto	0,847	19,86%	NO			

Cuadro nº. 9

Número de fondos clasificados como T1 ó T2 en el periodo 99-02 que baten al mercado en 03-05, tomando como benchmark el SXXP Index (Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM)

Nº de fondos que repiten comportamiento	S	T	J	TRIPS	RI
Nº de fondos T1 (en 99-02) que baten al mercado en 03-05	34	47	48	36	40
Nº de fondos T2 (en 99-02) que baten al mercado en 03-05	34	44	41	27	39
Nº total de fondos (de 983) que baten al mercado en 03-05	320	568	568	320	562

Cuadro nº. 10

Estudio de la persistencia con los distintos índices de performance (a través de las tablas 3 y 4: relación entre ‘pertenencia a los grupos T1 ó T2 en 99-02’ y ‘batir o no al benchmark en 03-05’), tomando como benchmark el SXXP Index (Rentabilidades mensuales, AFI FIAMM) y considerando un valor $p=0,5$ (significación estadística para un error alfa del 5%)

Grupo	Índice	Observados	Estimados	Z	Probabilidad	¿Relación Significativa?
T1	SHARPE	34	25	2,5456	0,55%	SI
T1	TREYNOR	47	25	6,2225	0,00%	SI
T1	JENSEN	48	25	6,5054	0,00%	SI
T1	TRIP-S	36	25	3,1113	0,09%	SI
T1	R.I.	40	25	4,2426	0,00%	SI
T12	SHARPE	68	50	3,6000	0,02%	SI
T12	TREYNOR	91	50	8,2000	0,00%	SI
T12	JENSEN	89	50	7,8000	0,00%	SI
T12	TRIP-S	63	50	2,6000	0,47%	SI
T12	R.I.	79	50	5,8000	0,00%	SI

Información de sostenibilidad y performance financiera en el mercado español: especial referencia al sector financiero

En los últimos años se ha experimentado un crecimiento en el número de empresas que publican información social y medioambiental formalmente, mediante memorias de sostenibilidad y, habitualmente, siguiendo criterios internacionales como los propuestos por la Global Reporting Initiative. Este proceso ha tenido un gran impacto en España, superior a la mayoría de los estados europeos y, de manera significativa, en el sector financiero. Los argumentos para justificar esta eclosión son muy diferentes. En este sentido, el objetivo del presente trabajo es la evaluación de la posible relación existente entre la publicación de los informes de sostenibilidad, como indicador de medida de performance social, y la valoración bursátil experimentada por las empresas que cotizan en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid, durante el periodo 2003-2006, realizando un análisis independiente de las entidades del sector financiero.

Azken urteetan, gizarteari eta ingurumenari buruzko informazioa formalki, jasangarritasunaren memorien bitartez eta ohi argitaratzen duten enpresa kopurua gehitu egin da, Global Reporting Initiative delakoak proposatutakoak bezalako nazioarteko irizpideei jarraituz. Prozesu honek Espainian eragin handia izan du, Europako estatu gehienetan izan duena baino handiagoa eta, nabarmenez, finantza arloan. Eklosio hori arrazoitzeko argudioak oso ezberdinak dira. Horiek horrela, lan honek duen helburua, jasangarritasunari buruzko txostenak argitaratzearen, performance sozialaren neurriaren adierazle bezala, eta Madrilgo Bursaren Etengabeko Merkatuan kotizatzen duten enpresek, 2003-2006 aldian, izan duten burtsa-balorazioaren artean egon daitekeen harremana ebaluatzea da, finantza alorreko erakundeei buruzko azterketa independente bat eginez.

Recent years have witnessed a steady growth of the number of firms that report on social and environmental information in separate reports, usually according to international standards, like the Global Reporting Initiative. This process has become more important in Spain than in other European countries, the impact on the financial sector is especially relevant. Arguments used to justify this increase are widely different. According to this issue, the objective of this paper is to evaluate the possible relationship between sustainability reporting, as a proxy of social performance, and the market value of the firms quoting in the Continuous Market of the Madrid Stock Exchange for the period 2003-2006. Accordingly, a specific analysis is focused on the financial sector.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Revisión de la literatura
 3. Información de sostenibilidad y sector financiero
 4. Método e hipótesis de trabajo
 5. Análisis de resultados
 6. Un caso particular: el sector financiero español
 7. A modo de conclusión
- Referencias bibliográficas
ANEXO I: Relación de empresas analizadas

Palabras clave: Banca, performance financiera, memorias de sostenibilidad, responsabilidad social corporativa.

Keywords: banking, financial performance, sustainability reporting, corporate social responsibility.

N.º de clasificación JEL: G14, M14, M41

1. INTRODUCCIÓN

El fenómeno de la publicación de información social y medioambiental por grandes compañías ha tomado un elevado protagonismo durante los últimos periodos (Association of Chartered Certified Accountants y Corporate Register, 2004). Esta información se ha consolidado progresivamente en las denominadas memorias de sostenibilidad, especialmente siguiendo las

orientaciones propuestas por la *Global Reporting Initiative* (GRI). Las motivaciones que subyacen detrás de esta conducta no están todavía definidas con suficiente fiabilidad, debido a la multitud de respuestas que genera esta cuestión (KPMG, 2005). La literatura académica ha intentado justificar este fenómeno a través de comportamientos ligados a diferentes teorías, entre las que figuran la Teoría del *Stakeholder* (Freeman, 1984; Freeman y Gilbert, 1988), la Teoría de Agencia (Ness y Mirza, 1991), la Teoría de la Legitimación (Lindblom, 1994) o la Teoría de la Política Económica (Cooper y Sherer, 1984).

Sin embargo, parece ser que los enfoques teóricos que mayor grado de acepta-

* Los autores quieren reconocer la financiación del Ministerio de Educación (Proyectos de investigación SIRCARSO SEJ2006-08317 y SEJ2006-0395). Asimismo, desean agradecer las aportaciones realizadas por el director de la revista, el coordinador del monográfico y dos revisores anónimos)

ción han alcanzado han sido la Teoría de la Legitimación¹ y la Teoría del *Stakeholder*. En cuanto a la primera, varios autores han observado como las empresas publican información de carácter social y medioambiental en función de las expectativas sociales esperadas, las cuales son cambiantes a lo largo del tiempo (Deegan *et al.*, 2002). Por su parte, la Teoría del *Stakeholder* pretende superar las limitaciones de la Teoría Neoclásica, la cual se basa en la maximización del beneficio como objetivo final de la empresa. En este sentido, el inversor se convierte en el único agente social implicado en la consecución de los objetivos corporativos. Asimismo, la Teoría del *Stakeholder* indica que es necesario identificar e incluir en la política de gestión estratégica de la empresa las necesidades de todos los grupos de interés de la misma, y no solamente aquellas determinadas por la comunidad inversora.

En este sentido, Freeman (1984) identifica como grupo de interés a todo aquel grupo o individuo que afecte o pueda ser afectado por la consecución de los objetivos de la empresa. De este modo, parece lógico pensar que la satisfacción por parte de la empresa de las expectativas de los diferentes *stakeholders* tendrá un efecto positivo sobre la posición estratégica de la misma y por ende, de su valoración en el mercado. En este sentido, autores clásicos en esta área, como Porter y Kramer (2006), indican que *«la dependencia mutua entre corporaciones y sociedad implica que ambas —las decisiones empresariales y las políticas sociales— deben seguir el principio del valor compartido. Es decir, se eligen las actuaciones que benefician a ambas partes»*.

Por otro lado, la publicación de información social y medioambiental por parte de la empresa, puede mejorar la capacidad de decisión del inversor (Deegan y Rankin, 1997; Richardson y Welker, 2001), lo que implicaría una mayor valoración esperada de la firma en el mercado de capitales. El estudio de esta posible relación, es decir, información social y medioambiental difundida de forma voluntaria e independiente, y la valoración bursátil de las empresas, es el objetivo del presente trabajo. Para ello, se utiliza como fundamento la Teoría del *Stakeholder* Instrumental (Jones, 1995) para formalizar el análisis empírico. Este enfoque prioriza la creación de valor a largo plazo para el accionista, no por eso obviando las necesidades de los restantes grupos de interés (Rodríguez, 2007). Bajo la citada teoría (Cornell y Shapiro, 1987; Clarkson, 1995), se supone explícitamente una relación causal positiva y significativa entre la *performance* social y medioambiental y el rendimiento bursátil de la empresa, debido a que la satisfacción de los diferentes grupos de interés servirá como instrumento de mejora de la *performance* financiera de la empresa (Donaldson y Preston, 1995; Jones, 1995, Mitchell *et al.* 1997). Este aspecto puede generalizarse a todos los sectores económicos, si bien la magnitud de la relación puede variar significativamente entre ellos. Por ello, puede resultar interesante analizar el cumplimiento de los principios de la citada teoría no solamente en economías a gran escala sino también en sectores productivos específicos.

En este sentido, las entidades financieras representan un sector muy importante en la mayoría de economías mundiales, pero cada vez más se reconoce su relevancia social y medioambiental (UNEP FI, 2007). De hecho, el sector financiero se configura actualmente como uno de los sectores con un mayor impacto sobre la sociedad, hecho por el cual sus actividades han sufrido durante los últimos años una estrecha regu-

¹ Pueden verse los trabajos publicados durante los últimos años en las principales revistas de referencia sobre la materia: *Accounting, Organizations & Society*; *Accounting Auditing & Accountability Journal*; *Accounting Forum*.

lación por parte de las autoridades competentes. De este modo, parece lógico pensar que los impactos que sus actividades generan, deberán ser comunicados con gran eficiencia a los distintos grupos de interés. Estos aspectos han puesto de manifiesto la necesidad de establecer una orientación del sector hacia una mayor *performance* social (p.e.: Principios de Ecuador²). En este sentido, el fuerte incremento en la publicación de información social y medioambiental por las entidades financieras es un indicador del progresivo interés por este enfoque social (Moneva *et al.* 2007). De esta forma, en el presente trabajo analizamos si la relación entre *performance* social y medioambiental, tiene características especiales para el sector financiero.

Para el desarrollo de los objetivos, se introducen en el siguiente apartado las aportaciones realizadas en investigaciones previas sobre la relación entre *performance* social y financiera. En el tercero se analiza el fenómeno de los informes de sostenibilidad y su incidencia en el sector financiero. En el cuarto apartado se expone tanto la muestra como el método empleado en el trabajo, recogiendo en el quinto, los principales resultados del análisis. A continuación se examina en detalle el objetivo en el marco del sector financiero español. Finalmente se plantean las principales conclusiones obtenidas, así como las futuras líneas de investigación.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Durante los últimos años, se han publicado muchos trabajos que han tratado de

profundizar en la posible relación entre la *performance* social y medioambiental de la empresa y la *performance* financiera de la misma. Observando los resultados obtenidos, se puede indicar que existe una gran heterogeneidad en los mismos. Entre las razones que motivan esa heterogeneidad, AlTwaijri *et al.* (2004) destaca la diversidad de modelos empleados para la medición tanto de la *performance* financiera como la *performance* social y medioambiental. Un ejemplo de tal casuística puede observarse en el trabajo de Griffin y Mahon (1997). En el mismo se identifican más de 80 *proxies* diferentes para efectuar una medición de la *performance* financiera en trabajos similares al actual.

Entre los trabajos más recientes sobre la materia, podemos encontrar aquellos que defienden una relación causal positiva y significativa entre el estilo de gestión estratégica sostenible de la empresa y su desempeño financiero (Opler y Sokobin, 1995; Abramson y Cheng, 2000; Gompers *et al.* 2003; Orlitzky *et al.* 2003; Derwall *et al.* 2005; Shank *et al.* 2005; Van de Velde *et al.* 2005; Statman, 2006). De este modo, se pone de manifiesto una percepción positiva por parte de los inversores acerca de los mecanismos de gestión sostenibles instaurados en la entidad. Sin embargo, otra parte de los trabajos recientes nos indica que la *performance* social y medioambiental de la empresa es independiente de la *performance* financiera alcanzada (Bello, 2005; Bauer *et al.* 2006; Benson *et al.* 2006; Core *et al.* 2006). En este caso, se considera que la comunidad inversora no tiene en cuenta, o no es capaz de evaluar, el impacto financiero que tienen las políticas encaminadas a implantar o mejorar el desempeño social y medioambiental. Adicionalmente, existen otros trabajos basados en la hipótesis de la existencia de una relación negativa entre la *performance* financiera y *performance* social y medioambiental de la entidad (Geczy *et al.* 2005; Chong *et al.* 2006; Hong

² El 4 de junio de 2003, diez bancos líderes de siete países anunciaron la adopción de los «Principios de Ecuador», una serie de directrices elaboradas y asumidas voluntariamente por los bancos para la gestión de temas sociales y ambientales en relación con el financiamiento de proyectos de desarrollo.

y Kacperczyk, 2006). En este caso, los resultados están vinculados con una percepción negativa sobre los *outputs* generados por las políticas de sostenibilidad de la organización, considerándolos como un coste adicional.

Un aspecto muy importante es la falta de consenso a la hora de efectuar la medición de la *performance* social. Para solucionar este problema, el primer paso a realizar es establecer una definición de la misma. De acuerdo con Wood (1991), por *performance* social entendemos todo aquel conjunto de principios y procesos de responsabilidad social de la empresa así como las políticas, programas y externalidades observables ejercidas sobre los diferentes *stakeholders*. De este modo, parece indicar que el concepto es bastante complejo a la hora de efectuar una medición aceptable del mismo.

En este sentido y siguiendo a Orlitzky *et al.* (2003), los cuatro modos más usuales para efectuar una medición de la *performance* social de la empresa son: grado de *reporting* social y medioambiental, índices de reputación basados en medidas de responsabilidad social corporativa, auditorías sociales y principios y valores de gestión sostenibles de la empresa. En el presente trabajo se ha optado por modelar la *performance* social a través de la publicación de memorias de sostenibilidad, las cuales al margen de su contenido, representan una gestión de la empresa orientada hacia sus diferentes *stakeholders*.

La información social y medioambiental es uno de los indicadores de medida de *performance* social más utilizado en la literatura académica, que tampoco ha logrado resultados homogéneos acerca de la posible relación entre esa magnitud y la *performance* financiera obtenida por la empresa (Jones y Wicks, 1999; Donaldson, 1999; Roman, *et al.* 1999; McWilliams y Siegel,

2001). En este sentido y durante las últimas décadas, varios trabajos han tratado de profundizar en el tema, aunque no se han obtenido resultados que aporten una visión global significativa. Algunos autores han defendido la relación causal positiva entre la información social y medioambiental y el rendimiento bursátil de la empresa (Preston, 1978; Anderson y Frankle, 1980; Patten, 1990). Por el contrario, otros como Ingram (1978), Freedman y Jaggi (1986) o Davidson y Worrell (1992) se han mostrado más escépticos. La diversidad de resultados existentes hasta la fecha puede analizarse desde diferentes perspectivas. La primera hace referencia al efecto «*stakeholder mismatching*» (Wood y Jones, 1995), el cual aparece cuando se escogen para la realización del trabajo empírico variables dependientes e independientes referidas a diferentes *stakeholders*. Otra de ellas se refiere a la ausencia de homogeneidad del método empleado por los diferentes autores, de modo que la multitud de modelos existentes en la actualidad dificulta la tarea. Al igual que el presente trabajo, gran parte de los mismos se basan en la metodología del estudio de eventos. Concretamente en el análisis del efecto que determinados sucesos –generalmente accidentes ecológicos o situaciones sociales– han tenido sobre la valoración bursátil realizada por parte de los diferentes inversores (Meznar *et al.* 1994; Reitenga, 2000).

3. INFORMACIÓN DE SOSTENIBILIDAD Y SECTOR FINANCIERO

La información social y medioambiental publicada en informes independientes representa un paso adicional en la atención a más grupos de interés (Murray *et al.* 1996). Como destaca Moneva (2007), estos informes recogen demandas adicionales a las de los accionistas, ya que reflejan datos

que atañen al impacto social y ambiental que generan las actividades de la organización. En el marco de este tipo de documentos existe una amplia gama de opciones: informes sociales, informes medioambientales, informes de responsabilidad social, etc. Sin embargo, la acepción más extendida es la de informe o memoria de sostenibilidad, probablemente debido a la denominación adoptada por la principal referencia internacional: la *Global Reporting Initiative* (GRI).

La GRI representa la más extensa red de grupos de interés a nivel mundial para el establecimiento de estándares en la publicación de memorias de sostenibilidad (<http://www.globalreporting.org/Home>). Durante los últimos años, la citada institución ha sido pionera en el desarrollo de principios e indicadores para evaluar el desempeño económico, social y medioambiental de las organizaciones (Moneva, 2007).

La aplicación práctica de estas directrices se plasma en las *Sustainability Reporting Guidelines*, cuya última versión fue publicada en el año 2006 (G3 Guidelines). Para el desarrollo del presente trabajo se han considerado tanto las memorias de acuerdo a las G3 Guidelines como sus predecesoras emitidas en el año 2002. De acuerdo a estas últimas, las diferentes memorias de sostenibilidad pueden recibir tres menciones diferentes en función de su implicación con la citada guía:

- *Reference Only*: Bajo esta denominación se encuentran las diferentes memorias de sostenibilidad que se han basado para su elaboración en las GRI 2002 Guidelines.
- *Content Index*: Esta mención la obtienen las memorias que poseen un índice de contenidos tipo GRI a través del cual el lector puede acceder de una forma sencilla a los diferentes conteni-

dos albergados en las GRI 2002 Guidelines.

- *In accordance*: La poseen aquellas memorias que reflejan varios aspectos mínimos establecidos por la GRI. Esta mención es autodeclarada, aunque también existe la posibilidad de que sea supervisada por la GRI.

Un ejemplo de la magnitud que han alcanzado estos estándares puede ser el hecho de que a 31 de diciembre de 2007, los servidores del GRI albergaran más de 2.640 memorias de sostenibilidad a nivel europeo, de las que 312 correspondieron a memorias de empresas españolas, que representan un 12% sobre el total de memorias publicadas.

El sector financiero español cuenta actualmente con varias de las firmas más prestigiosas y con mayor volumen de negocio de la zona euro. Así mismo, estas empresas representan un alto grado de capitalización en los diferentes índices bursátiles de ámbito nacional. Además, el peso específico de tales organizaciones en las principales carteras de inversión, tanto particular como institucional, así como en los principales índices bursátiles a nivel europeo, es en media superior al de otros sectores productivos.

Del mismo modo, su grado de transparencia informativa en materia de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) parece dar signos de superioridad sobre otros sectores de la economía ya que el porcentaje de empresas que publican memorias de sostenibilidad en este sector difiere significativamente sobre el resto de sectores económicos analizados. La base de datos del GRI recoge 74 memorias de sostenibilidad correspondientes a empresas del sector financiero, lo cual supone un 24% sobre el total de memorias publicadas en España. De ellas, 59 pertenecen a entidades bancarias, 12 a entidades aseguradoras y 3 a

otras empresas del sector. Con respecto a las empresas albergadas en el mercado continuo y durante el periodo analizado, fueron cinco entidades del sector financiero las que publicaron un total de trece memorias de sostenibilidad. La mayoría fueron emitidas por empresas del sector bancario, mientras que también existe una participación significativa de empresas aseguradoras.

Este hecho demuestra la relevancia de la publicación de información social y medioambiental por compañías del sector financiero, dado que la emiten de forma voluntaria. Este hecho, unido al gran protagonismo que tienen las empresas del sector en la economía española, resalta el interés de realizar un análisis específico del impacto de este mecanismo de gestión sostenible y su valoración bursátil.

4. MÉTODO E HIPÓTESIS DE TRABAJO

El objetivo del presente trabajo consiste en evaluar el impacto de la publicación de memorias de sostenibilidad por parte de las empresas en su valor bursátil, todas ellas integrantes del mercado de valores español. Los fundamentos de la teoría del *Stakeholder Instrumental* indican que la publicación voluntaria de dicha información está basada en la satisfacción de las múltiples demandas de los principales grupos de interés, así como en una gestión más transparente de las actividades de las firmas. En este sentido, aquellas organizaciones que publican información medioambiental tendrán una consideración superior por los inversores, que son los grupos de interés básicos, en la valoración de los títulos (Cormier y Magnan, 2006).

Sobre la base de estos fundamentos, planteamos la siguiente hipótesis de trabajo: «La publicación de memorias de sosteni-

bilidad será valorada de forma positiva por el mercado bursátil». De este modo, los títulos de las diferentes empresas obtendrían un valor por encima del esperado, en función de la evolución general del índice de mercado.

En este caso, el periodo temporal considerado para el contraste de la hipótesis pertenece al intervalo comprendido entre los años 2003 y 2006. Se han tomado como referencia los títulos que cotizan en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid. Con el objetivo de eliminar el impacto de otros eventos (tales como anuncios de aumento o disminuciones del beneficio entre otros) sobre el valor de mercado de las diferentes empresas durante el periodo de test, se ejecutaron sucesivas búsquedas en la base de datos BARATZ. Tras este proceso, se garantiza la ausencia de contaminación en el precio de los títulos derivado de la aparición de otras noticias contemporáneas. En consecuencia, dos empresas fueron eliminadas de la muestra durante el periodo 2003, tres en el año 2004, una en el 2005 y dos en el año 2006.

Las empresas han sido clasificadas en 6 sectores de actividad: petróleo y energía, materiales básicos, industria y construcción, bienes de consumo, servicios de consumo, servicios financieros e inmobiliarios, y tecnología y telecomunicaciones. Independientemente del análisis global que se lleva a cabo, se analizará el caso específico del sector financiero.

Para realizar el análisis del impacto sobre la valoración bursátil se ha aplicado el método tradicional del análisis de eventos. Como fecha del evento se tomará el mes de la publicación de la información social y medioambiental, el cual denominaremos «T». De este modo seremos capaces de evaluar si la publicación de esta información ha tenido una repercusión en la valoración bursátil de la empresa en ese mismo mes y

Cuadro n.º 1
Distribución de la muestra por sector de actividad

Sector de actividad	Nº de Empresas	%
Petróleo y energía	8	26,67
Materiales básicos, industria y construcción	8	26,67
Bienes de consumo	2	6,67
Servicios de consumo	5	16,67
Servicios financieros e inmobiliarios	5	16,67
Tecnología y telecomunicaciones	2	6,67
Total	30	

Fuente: Elaboración propia

los dos posteriores «T+1, T+2». Se establece pues un periodo de test de dos meses a posteriori con el objetivo de capturar, en su caso, de una forma más eficiente el posible impacto en el mercado. Como es habitual en este tipo de trabajos, también se analiza el posible impacto anticipado durante los dos meses anteriores a la fecha de publicación de la memoria de sostenibilidad «T-1, T-2».

Para la construcción del modelo se han obtenido dos tipos de datos de distinto carácter. En primer lugar, se han seleccionado las empresas que durante los periodos 2003 a 2006 publicaron memorias de sostenibilidad. Con el objetivo de obtener un mayor grado de detalle de las mismas se han obtenido sus principales características: carácter de la memoria, verificación externa, verificación GRI y mes y año de publicación. El cuadro 1 ofrece la distribución de la muestra en función del sector de actividad en el que operan.

Una vez definida la muestra de empresas que publicaron información social y medioambiental, se obtuvieron los datos de cotización diaria de las mismas. Como hemos señalado, la fecha de la publicación

de las memorias de sostenibilidad viene determinada en formato mensual por lo que es necesario obtener las rentabilidades mensuales con el objetivo de captar la posible relación causal existente. Tal y como indican trabajos similares (Morse, 1984) y cuando la fecha en la que tiene lugar el evento es indeterminada dentro del lapso mensual, es conveniente alimentar el modelo con rentabilidades mensuales en detrimento del uso de retornos diarios. Esto es debido a que la elección de un día aleatorio del mes determinado no sería capaz de capturar de forma eficiente el impacto del evento sobre los precios de los títulos analizados. De este modo, las rentabilidades mensuales de los títulos « $r_{i,t}$ » han sido calculadas de acuerdo a la siguiente expresión (Belkaoui, 1976; Murray *et al.* 2006):

$$r_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$$

Donde $r_{i,t}$ representa la rentabilidad continua del título i en el mes t ; $P_{i,t}$ representa el precio de cierre ajustado por dividendos y ampliaciones de capital del título i en el último día del mes t y $P_{i,t-1}$ hace referencia al precio de cierre ajustado por dividendos y ampliaciones de capital del título i en el últi-

mo día del mes precedente. La utilización de la rentabilidad continua en detrimento de la rentabilidad habitual viene precedida por tres motivos. En primer lugar, su distribución de frecuencias relativas presenta un menor número de datos atípicos; en segundo lugar sus estadísticos alcanzan un mayor grado de eficiencia; y en última instancia, la citada distribución alcanza un mayor grado de simetría con respecto a la distribución asimétrica aportada por la rentabilidad mensual habitual (Fama *et al.* 1969). Es necesario comentar que la citada elección no afectará a los resultados obtenidos en la futura estimación de los modelos de Markowitz y Sharpe (Elton y Gruber, 1974).

Una vez obtenidas las rentabilidades mensuales continuas, se procede a estimar el modelo de mercado propuesto por Fama *et al.* (1969), previamente aportado por Markowitz (1959) y posteriormente desarrollado por Sharpe (1963):

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + \mu_{it}$$

Donde $r_{i,t}$ representa la rentabilidad continua del título i en el mes t , α_i es el término independiente de la ecuación, β_i es el coeficiente que mide la relación lineal entre la rentabilidad del título i y la rentabilidad del mercado (en este caso la del IGBM), $r_{m,t}$ hace referencia a la rentabilidad continua alcanzada por el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) en el mes t y finalmente μ_{it} representa la perturbación aleatoria de la ecuación. De este modo y siguiendo las indicaciones de Fama, *et al.* (1969) se calculan los resultados anormales como los residuos estimados de la anterior ecuación. Hay que recordar que este modelo supone a priori que los residuos son independientes e idénticamente distribuidos entre empresas (Brown y Warner, 1980, 1985).

Como podemos deducir, este aspecto se cumple debido a que las empresas de la

muestra publican la información de sostenibilidad en diferentes periodos de tiempo a lo largo del año natural, por lo que no se generen problemas de correlación contemporánea como en el caso, entre otros, del estudio de eventos legislativos.

Una vez obtenidos los residuos de las diferentes ecuaciones se computa lo que denominaremos «Rendimiento Anormal Medio» (*Average Abnormal Return*, AAR) como la media aritmética de los diferentes residuos o rentabilidades anormales obtenidos por cada firma:

$$AAR_i = \frac{\sum_{t=1}^N \mu_{it}}{N_i}$$

Por lo tanto, el rendimiento anormal medio puede ser interpretado como la media aritmética de la desviación en rentabilidad de los títulos de la muestra con respecto al mercado, debido a factores ajenos a este y en un periodo de tiempo determinado. A posteriori se comprobará la significatividad individual de los rendimientos anormales medios estimados mediante la aplicación de los correspondientes tests de significatividad individual de los parámetros (T-tests). Mediante el citado procedimiento se comprobará si los diferentes rendimientos anormales medios son significativamente distintos de cero, lo cual implicaría una relación causal significativa entre la publicación de información sobre RSC y el valor de mercado de las diferentes empresas consideradas. Para el cálculo del citado contraste se relaciona el valor medio adoptado por los residuos estimados con la desviación estándar de los mismos.

Mediante la observación del signo adoptado por los rendimientos anormales medios, así como la significatividad de los mismos podremos aceptar o rechazar la hipótesis del trabajo. De este modo, un signo positivo en los AARs unido a la significati-

dad del mismo, nos llevará a aceptar la hipótesis de la presente investigación, así como rechazarla en caso contrario.

5. ANÁLISIS DE RESULTADOS

5.1. Análisis descriptivo

En primera instancia, se ha realizado un análisis descriptivo de las empresas seleccionadas con el objetivo de obtener una primera visión de la situación actual en torno al grado de transparencia informativa en materia de Responsabilidad Social Corporativa de las empresas españolas.

Durante el periodo 2003 a 2006, publicaron una memoria de sostenibilidad 30 compañías distintas pertenecientes al Mercado Continuo, representando el 23,43% sobre el total de las firmas integrantes. En el cuadro n.º 2 pueden apreciarse el número de memorias publicadas en cada periodo, así como el valor relativo con respecto al total de empresas.

La tendencia observada a lo largo de los últimos cuatro años es creciente, con excepción del 2006, lo que pone de manifiesto una progresiva implantación de la publicación de memorias de sostenibilidad. Sin embargo, la calidad de las mismas no

Cuadro n.º 2
**Empresas del mercado continuo con memorias de sostenibilidad
(2003-2006)**

Año	Memorias/Empresas	%
2003	18	14,06
2004	20	15,63
2005	27	21,09
2006	25	19,53

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 3
**Carácter de las memorias de sostenibilidad
(2003-2006)**

	2003	2004	2005	2006
Reference Only	2	0	0	0
Content Index	6	3	10	4
In Accordance	10	17	17	1
G3	0	0	0	20

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 4
Verificación de las memorias de sostenibilidad

Periodo	Verificación externa		Verificación GRI	
	SI	NO	SI	NO
2003	8	10	0	18
2004	10	10	0	20
2005	19	8	11	16
2006	20	5	16	9

Fuente: Elaboración propia

es homogénea dado su carácter voluntario. Así, en el cuadro n.º 3 pueden verse las menciones aportadas por el GRI a las diferentes memorias analizadas, que pueden considerarse como medidas indirectas.

La calidad de las memorias de sostenibilidad publicadas por las empresas analizadas va en aumento a lo largo del espectro temporal analizado, ganando peso las memorias con la mención «*In accordance*». Otro aspecto interesante a destacar es la inmediata adopción de las *G3 Guidelines* por parte de las empresas analizadas, lo cual pone de manifiesto la gran flexibilidad de los órganos responsables de la elaboración y publicación de información de sostenibilidad en las organizaciones españolas. Aunque el análisis del carácter de las memorias de sostenibilidad puede ser interesante, lo es aún más el estudio de su verificación, tanto por parte de expertos independientes externos a la entidad, como por parte del propio GRI. En el cuadro n.º 4 se pueden apreciar los diferentes niveles de verificación adoptados por las memorias de sostenibilidad de las empresas analizadas.

Como se observa, los dos procedimientos para verificar las memorias de sostenibilidad han tenido una evolución similar

durante los últimos años. Si bien, las empresas han puesto un mayor énfasis en certificar las memorias a través de expertos independientes externos. En este sentido, se pone de manifiesto la importancia relativa del proceso de verificación para garantizar la transparencia de las organizaciones y especialmente, la fiabilidad de la información suministrada (Moneva, 2006).

Este aspecto no ha pasado desapercibido entre las distintas organizaciones nacionales, las cuales creen necesario establecer un proceso de verificación de las memorias con el objetivo de dotarlas de una mayor transparencia hacia los diferentes *stakeholders*.

5.1. Sostenibilidad y *performance* financiera

El enfoque del *Stakeholder Instrumental* establece a priori una relación causal significativa entre la *performance* social y financiera de las diferentes organizaciones (Donaldson y Preston, 1995; Jones, 1995). Para ello, se hace necesario el establecimiento de uno o varios proxies de la *performance* social y medioambiental de la empresa con el objetivo de contrastar su impacto en el mercado bursátil. En este

caso, la publicación de memorias de sostenibilidad por parte de las empresas se ha utilizado como indicador de medida del desempeño en materia de responsabilidad social de las diferentes firmas, siguiendo parcialmente el procedimiento elegido por Altuwaijri *et al.* (2004). En el cuadro n.º 5 pueden apreciarse los diferentes valores adoptados por la rentabilidad anormal esti-

mada a lo largo de los diferentes periodos analizados.

Puede apreciarse como la publicación de memorias de sostenibilidad referentes al año 2003 tuvo un efecto positivo sobre la valoración de la empresa en el mercado bursátil durante el mes de publicación de dicha información. Esto es debido a que el signo del rendimiento anormal medio esti-

Cuadro n.º 5
Residuos estimados del modelo o rentabilidad anormal estimada.

Año de publicación	Periodo de test***	AARs**	T – test
Memorias 2003	T-2	0,018997	0,197
	T-1	-0,019554	-0,259
	T	0,021321	2,641*
	T+1	0,053429	0,313
	T+2	0,022237	0,234
Memorias 2004	T-2	0,034397	0,013
	T-1	0,022321	0,743
	T	0,031126	0,452
	T+1	-0,022284	-0,234
	T+2	0,061293	0,923
Memorias 2005	T-2	-0,012642	-0,245
	T-1	0,043254	0,654
	T	0,032342	2,912*
	T+1	-0,124523	-0,734
	T+2	-0,023421	-0,754
Memorias 2006	T-2	0,012234	0,375
	T-1	0,023415	0,943
	T	0,001122	2,780*
	T+1	0,032412	2,811*
	T+2	-0,023429	-0,672

*** El periodo de test de sostenibilidad el intervalo comprendido entre los dos meses previos a la fecha publicación de la memoria y los dos meses posteriores a tal fecha (T-2, T+2). De este modo, el periodo T+1 haría referencia al mes inmediatamente posterior a la fecha de la publicación de la memoria de sostenibilidad por parte de la empresa y T-2 al segundo mes precedente a la fecha de tal evento.

** Average Abnormal Return (Rendimiento anormal medio).

* Significativo al 5% (Intervalo de confianza del 95%).

Fuente: Elaboración propia.

mado durante el mes «T» fue positivo y significativo. Las estimaciones de los rendimientos anormales medios durante los dos meses precedentes y posteriores a la fecha de publicación (T-1, T-2, T+1, T+2) no fueron significativas. De este modo y de acuerdo a los resultados obtenidos, el mercado descontó rápidamente el evento estudiado, de forma que los accionistas valoraron de forma anormalmente positiva a las compañías que publicaron memorias de sostenibilidad durante el mismo mes de publicación de dicha información.

Con respecto a las memorias de sostenibilidad referentes al periodo 2004, puede observarse como el mercado adoptó una posición de indiferencia, evitando premiar de algún modo a aquellas firmas que optaron por publicar este tipo de información. Este aspecto se ve propiciado debido a la ausencia de significatividad de los parámetros estimados (considerando un intervalo de confianza del 95%), lo cual nos hace rechazar la hipótesis del trabajo para este periodo analizado.

Por el contrario, los inversores premiaron durante el mes de publicación de la información a aquellas empresas que aportaron una memoria de sostenibilidad referente al año 2005. En los restantes periodos precedentes y posteriores a la fecha del evento, las estimaciones carecen de la significatividad requerida en el análisis empírico.

Finalmente y de acuerdo al último periodo temporal analizado, puede observarse que la publicación de memorias de sostenibilidad tuvo un efecto positivo sobre la valoración de mercado durante el mes en el que se produjo el evento, y en el inmediatamente posterior (tal y como reflejan los signos positivos alcanzados por los rendimientos anormales medios en tales periodos, así como la significatividad de los mismos).

Analizando los datos a nivel global, puede observarse como se presentan pe-

riodos de tiempo en los que se soportó la hipótesis del trabajo, de modo que se pone de manifiesto como la integración de los diferentes agentes sociales en los mecanismos de decisión interna de la empresa, tuvo asociada una valoración de mercado de la empresa por encima de lo esperado. Así mismo, se observa como el efecto de la publicación parece ser descontado con celeridad en los mercados, salvo durante el periodo 2006, ya que el impacto del evento sobre el precio de los títulos fue significativo en el mes posterior a la fecha de publicación de las memorias de sostenibilidad.

6. UN CASO PARTICULAR: EL SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL

Durante el periodo temporal considerado, fueron 13 las memorias de sostenibilidad emitidas por parte de entidades pertenecientes al sector financiero. El 70% de las mismas fueron verificadas por expertos independientes externos y el 40% fueron verificadas por la GRI. Comparando estos resultados con los aportados por el total de empresas analizadas (el 63% de las memorias fueron verificadas por expertos independientes externos y el 30% por parte del GRI) podemos apreciar la superioridad existente en materia de transparencia informativa por parte de las empresas del sector financiero. Otro aspecto interesante a analizar es la evolución de estas magnitudes a lo largo de los periodos analizados. A la vista de los datos obtenidos, se observa una tendencia creciente en la calidad de las memorias de sostenibilidad, de forma que las emitidas durante el último periodo analizado albergaron un mayor grado de verificación, tanto externamente como por parte de la GRI.

En el análisis global de las empresas del mercado continuo se encontraron evidencias de la posible relación causal entre la publicación de memorias de sostenibilidad

y la valoración anormalmente positiva de la empresa por parte del mercado. Si bien, aunque estos resultados no fueron consistentes a lo largo de espectro temporal considerado, durante determinados periodos esta relación causal positiva dio signos de significatividad suficientes como para tener en cuenta este aspecto a la hora de tomar las decisiones de inversión.

En el presente apartado, se introduce al lector en la casuística especial del sector financiero español al respecto. En el cuadro n.º 6 pueden apreciarse los resultados obtenidos una vez estimado el modelo de mercado aplicado en apartados anteriores.

Del cuadro n.º 6 pueden extraerse las siguientes conclusiones. Para el periodo 2003, no fue posible obtener las estimaciones de los rendimientos anormales medios

debido a la inexistencia de unidades muestrales suficientes para tal labor.

Por otro lado, podemos apreciar como el efecto determinado a nivel global se reproduce parcialmente para el caso aislado del sector financiero. La publicación de memorias de sostenibilidad referentes al periodo 2004 no tuvo un efecto significativo sobre la valoración bursátil de la empresa, o al menos durante el periodo de test considerado (T-2 , T+2), tal y como indican los tests de significatividad sobre los parámetros estimados.

Por el contrario, parece ser que la publicación de información social y medioambiental por parte de las empresas del sector financiero referentes a los años 2005 y 2006, tuvo un efecto positivo y significativo sobre el rendimiento obtenido por las dife-

Cuadro n.º 6
Situación del Sector Financiero.

Año de publicación	Periodo de test***	AARs**	T – test
Memorias 2004	T-2	0,004252	0,054
	T-1	0,000333	0,098
	T	0,024929	0,033
	T+1	-0,034262	-0,021
	T+2	0,072340	0,041
Memorias 2005	T-2	0,023451	0,239
	T-1	0,063222	0,521
	T	0,052256	2,890*
	T+1	0,052516	0,111
	T+2	-0,015166	-0,299
Memorias 2006	T-2	0,105621	0,012
	T-1	0,023515	0,002
	T	0,052516	2,921*
	T+1	0,526211	0,214
	T+2	-0,026534	-0,041

* Significativo al 5% (Intervalo de confianza del 95%)
Fuente: Elaboración propia.

rentes empresas de la muestra, durante el mismo mes en el que se publicó tal información. Además y de acuerdo a la magnitud adoptada por los rendimientos anormales medios en el caso específico del sector financiero, podemos afirmar que las empresas de este ámbito que publicaron información sobre responsabilidad social corporativa, obtuvieron una valoración de mercado sensiblemente superior a la obtenida para el total de la muestra analizada.

7. A MODO DE CONCLUSIÓN

La situación actual del mercado español en materia de *reporting* social y medioambiental es privilegiada en el panorama europeo y mundial ya que el porcentaje de éstas que publican información de sostenibilidad es en media superior a la mayoría de los países de la zona euro. Además y tras el análisis de la base de datos de la GRI, podemos indicar que el grado de calidad de las memorias de sostenibilidad publicadas por estas empresas, y medido a través de la verificación externa como la del propio GRI, es en media superior al de otros países europeos.

En este sentido, parece interesante evaluar la posible relación entre la publicación de informes sobre los impactos que generan las distintas actividades de la empresa, sobre el valor de mercado de las mismas, el cual es, en definitiva, el objetivo del presente trabajo.

Este liderazgo en materia de *reporting* social y medioambiental no ha pasado desapercibido para la comunidad inversora, ya que en ciertos periodos de tiempo analizados se observa una valoración anormalmente positiva de aquellas firmas que publicaron este tipo de información. Concretamente, se observa que el evento derivado de la publicación de las memorias de sostenibilidad es descontado en el mercado rápidamente y durante el mismo mes, salvo

para el año 2004, no observándose efectos significativos generalizados en los restantes meses precedentes y posteriores a tal fecha. De este modo se pone de manifiesto como los inversores premiaron a las empresas que decidieron informar sobre los impactos que la actividad de la empresa tiene sobre los diferentes *stakeholders*.

Así, los inversores efectuaron una valoración por encima de lo esperado de aquellas compañías que publicaron una memoria de sostenibilidad referente a los periodos 2003, 2005 y 2006. Si bien, en los dos primeros periodos, el efecto positivo y significativo se hizo patente en el mes de publicación de la memoria, hay que citar que las firmas que publicaron información de sostenibilidad referente al ejercicio 2006 sufrieron también una valoración de mercado anormalmente positiva en el siguiente mes a la fecha de publicación de la información descrita. En estos periodos, los precios de cierre alcanzados por los diferentes valores analizados, superaron en media a la valoración que deberían haber obtenido los títulos en función del comportamiento del índice propuesto (IGBM). Estos aspectos nos permiten aceptar, en los periodos de tiempo descritos, la hipótesis propuesta en la presente investigación, confirmando así parcialmente las premisas establecidas por la Teoría del *Stakeholder Instrumental*.

De este modo, se pone de manifiesto la importancia relativa de mecanismos como el *reporting* de información social y medioambiental a la hora de establecer la política de gestión empresarial, ya que su posible omisión podría ocasionar una pérdida de competitividad con respecto a otras firmas del sector. Esta consideración es de gran interés para la gestión al más alto nivel en las organizaciones, ya que los resultados obtenidos indican, que con mayor frecuencia se integran aspectos relacionados con la gestión sostenible, a la hora de configurar las carteras de inversión.

La situación del sector financiero no se aleja demasiado de la tendencia global observada, aunque ofrece algunas peculiaridades, las cuales son de gran interés. En este caso, la publicación por parte de las empresas del sector financiero español de una memoria de sostenibilidad referente a los ejercicios 2005 y 2006, tuvo asociada una valoración de la firma en el mercado por encima de lo esperado, en función de la tendencia experimentada por el índice de referencia. Además, el exceso de valoración positivo sufrido por las firmas de este sector, fue sensiblemente superior al experimentado por el total de la muestra considerada. Este aspecto pone de manifiesto la mayor sensibilidad o interés (con respecto a la media del mercado) de la comunidad inversora, sobre los impactos generados por las actividades de las organizaciones integrantes del sector financiero. Por otro lado, se puede apuntar cómo la publicación de memorias de sostenibilidad por empresas del sector financiero no tuvo un efecto positivo sobre su valoración de mercado en

el siguiente mes a la fecha de publicación de tal información ni siquiera en el año 2006. Todas estas consideraciones nos llevan a no rechazar en el periodo temporal analizado que la publicación de memorias de sostenibilidad será valorada de forma positiva por el mercado de valores.

Como hemos visto, el efecto positivo observado en la cotización de los títulos de empresas que publicaron información de sostenibilidad para el total de la muestra, se reprodujo prácticamente en su totalidad en el sector financiero. Uno de los posibles aspectos para explicar este alto grado de correlación podría residir en el alto peso específico que las empresas del sector financiero tienen en las principales carteras de inversión tanto particulares como institucionales. No obstante, y aun observando las relaciones causales obtenidas para el total de la muestra, puede ser adecuado considerar en investigaciones futuras el análisis de las casuísticas particulares de cada sector de actividad, con el objetivo de capturar impactos sectoriales específicos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAMSON, L. y CHENG, D. (2000): «Socially responsible investing: viable for value investors?». *Journal of Investing* 9: 73-80.
- AL-TUWAJRI, S.; CHRISTENSEN, T. y HUGHES, K. (2004): «The relations among environmental disclosure, environmental performance and economic performance: a simultaneous equations approach». *Accounting, Organizations and Society*, 29: 447-471.
- ANDERSON, J.C. y FRANKLE, A.W. (1980): «Voluntary social reporting: An isobeta portfolio analysis». *Accounting Review*, 55: 467-479.
- ASSOCIATION OF CHARTERED CERTIFIED ACCOUNTANTS (ACCA) y CORPORATE REGISTER, (2004): «Towards Transparency: progress on global sustainability reporting 2004». ACCA, London.
- BAUER, R.; OTTEN, R. y RAD, A. (2006): «Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?». *Pacific-Basin Finance Journal*, 14: 33-48.
- BELKAOU, A. (1976): «The impact of the disclosure of the environmental effects of organizational behaviour on the market». *Financial Management*, 5: 26-31.
- BELLO, Z. (2005): «Socially responsible investing and portfolio diversification». *The Journal of Financial Research*, 28: 41-57.
- BENSON, K.L.; BRAILSFORD, T.J. y HUMPHREY, J.E. (2006): «Do socially responsible fund managers really invest differently?». *Journal of Business Ethics*, 65: 337-357.
- BROWN, S. y WARNER, J. (1980): «Measuring security price performance». *Journal of Financial Economics*, 8: 205-258.
- BROWN, S. y WARNER, J. (1985): «Using daily stock returns. The case of event studies». *Journal of Financial Economics* 14: 3-31.
- CHONG, J.; HER, M. y PHILLIPS, G.M. (2006): «To sin or not to sin? Now that's the question». *Journal of Asset Management*, 6: 406-417.
- CLARKSON, MAX B.E. (1995): «A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance». *Academy of Management Review*, 20: 92-117.
- COOPER, D. y SHERER, M. (1984): «The value of corporate accounting reports: arguments for a political economy of accounting». *Accounting, Organizations & Society*, 9: 207-232.
- CORE, J.; GUAY, W. y RUSTICUS, T. (2006): «Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations». *Journal of Finance*, 56: 655-687.
- CORMIER, D. y MAGNAN, M. (2006): «The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective». *Ecological Economics* doi: 10.1016/j.ecolecon.2006.07.030.
- CORNELL, B. y SHAPIRO, A. (1987): «Corporate Stakeholders and corporate finance». *Financial Management* 16: 5-14.
- DAVIDSON, W.N. y WORRELL, D.L. (1992): «Research notes and communications: The effect of product recall announcements on shareholder wealth». *Strategic Management Journal* 13: 467-473.
- DEEGAN, C. y RANKIN, M. (1997): «The materiality of environmental information to users of annual reports». *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10: 65-91.
- DEEGAN, C.; RANKING, M. y TOBIN, J. (2002): «An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997. A test of legitimacy theory». *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15:3: 312-343.
- DERWALL, J.; GUENSTER, N.; BAUER, R. y KOEDIJK, K. (2005): «The ecoefficiency premium puzzle». *Financial Analysts Journal* 61: 51-63.
- DONALDSON, T. y PRESTON, L.E. (1995): «The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications». *Academy of Management Review* 20: 65-91.
- DONALDSON, T. (1999): «Response: Making stakeholder theory whole». *Academy of Management Review* 24: 237-241.
- ELTON, E. y GRUBER, M. (1974): «Portfolio Analysis where investment relatives are lognormally distributed. *Journal of Finance* 29: 1265-1273.
- FAMA, E.; EUGENE, F.; FISHER, L.; JENSEN, M. y ROLL, R. (1969): «The adjustment of stock prices of new information». *International Economic Review* 10: 1-21.
- FREEMAN, R.E. (1984): *Strategic management: A stakeholder approach*. Englewood Cliffs, Prentice Hall. New York.
- FREEMAN, R.E. y GILBERT, D.R. (1988): *Corporate strategy and the search for ethics*. Englewood Cliffs, Prentice Hall. New York.
- FREEDMAN, M. y JAGGI, B. (1986): «An analysis of the impact of corporate pollution disclosures included in annual financial statements on investors' decisions'. *Advances in Public Interest Accounting* 1: 192-212.
- GECZY, C.; STAMBAUGH, R. y LEVIN, D. (2005): *Investing in socially responsible mutual funds*. Working paper, Wharton University.

- GOMPERS, P.; ISHII, J. y METRICK, A., (2003): «Corporate governance and equity prices». *The Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-155.
- GRIFFIN, J.J. y MAHON, J.F. (1997): «The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twentyfive years of incomparable research». *Business and Society*, 36: 5-31.
- HONG, H. y KACPERCZYK, M. (2006): *The price of sin: The effects of social norms on markets*. Working paper, University of British Columbia.
- INGRAM, R.W. (1978): «An investigation of the information content of (certain) social responsibility disclosures». *Journal of Accounting Research*, 16: 270-285.
- JONES, T.M. (1995): «Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics». *Academy of Management Review*, 20: 404-437.
- JONES, T.M. y WICKS, C. (1999): «Convergent stakeholder theory». *Academy of Management Review*, 24: 206-221.
- KPMG (2005): *KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2005*, Amsterdam.
- LINDBLOM, C.K. (1994): «The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure», Congreso organizado por Perspectivas Críticas en Contabilidad, Nueva York.
- MARKOWITZ, H.M. (1959): *Portfolio selection. Efficient diversification of investments*. John Wiley and Sons. New York.
- MCWILLIAMS, A. y SIEGEL, D. (2001): «Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective». *Academy of Management Review*, 26: 117-127.
- MEZNAR, M.; NIGH, D. y KWOK, C. (1994): «Effect of announcements of withdrawal from South Africa on stockholder wealth», *Academy of Management Journal*, 37: 1633-1648.
- MITCHELL, R.K.; BRADLEY, R.A. y WOOD, D.J. (1997): «Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts», *Academy of Management Review*, 22: 853-886.
- MONEVA, J.M. (2006): «Mecanismos de verificación de la información sobre responsabilidad social corporativa». *Papeles de Economía Española*, 108: 75-90.
- MONEVA, J.M. (2007): «El marco de la información sobre responsabilidad social de las organizaciones». *Ekonimiz*, 65: 284-317.
- MONEVA, J.M.; ACERO, I. y LLENA, F. (2007): «Evaluación de la Información de Sostenibilidad en las Cajas de Ahorros Españolas», *Cuadernos Aragoneses de Economía*, 17 (1): 99-125.
- MORSE, D. (1984): «An econometric analysis of the choice of daily versus monthly returns in tests of information content». *Journal of Accounting Research*, 22: 605-623.
- MURRAY, A.; SINCLAIR, D.; POWER, D. y GRAY, R. (2006): «Do financial markets care about social and environmental disclosure?», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19: 228-255.
- NESS, K.E. y MIRZA, A.M. (1991): «Corporate social disclosure: a note on a test of agency theory», *British Accounting Review*, 23:3, 211-218.
- OPLER, T.C. y SOKOBIN, Jo. (1995): *Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors*. Working paper, Ohio State University.
- ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F.L. y RYNES, S.L. (2003): «Corporate Social and Financial Performance: A metaanalysis». *Organization Studies*, 24: 403-441.
- PATTEN, D.M. (1990): «The market reaction to social responsibility disclosures: The case of the Sullivan Principles signings». *Accounting, Organizations and Society*, 15: 575-587.
- PORTER, M.E. y KRAMER, M.R. (2006): «Strategy and Society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility», *Harvard Business Review*, 84: 42-56.
- PRESTON, L.E. (1978): «Analyzing corporate social performance: Methods and results». *Journal of Contemporary Business*, 7: 135-150.
- REITENGA, A. (2000): «Environmental regulation, capital intensity, and cross-sectional variation in market returns», *Journal of Accounting and Public Policy*, 19: 189-198.
- RICHARDSON, A. y WELKER, M. (2001): «Social disclosure, financial disclosures and the cost of equity capital». *Accounting, Organizations and Society*, 26: 597-616.
- RODRÍGUEZ, J.M. (2007): «Responsabilidad social corporativa y análisis económico: práctica frente a teoría». *Ekonimiz*, 65: 12-49.
- ROMAN, R.M.; HAYIBOR, S. y AGLE, B.R. (1999): «The relationship between social and financial performance: Repainting a portrait». *Business & Society*, 38: 109-125.
- SHANK, T.M.; MANULLANG, D.K. y HILL, R.P. (2005): «Is it better to be naughty or nice?» *Journal of Investing*, 14: 82-87.
- SHARPE, W.F. (1963): «A simplified model for portfolio analysis». *Management Science*, 9: 277-293.
- STATMAN, M. (2006): «Socially responsible indexes: Composition, performance, and tracking error». *The Journal of Portfolio Management*, 32: 100-109.

United Nations Environmental Programme Finance Initiative (UNEP FI) (2007): *Unlocking Value: The scope for environmental, social and governance issues in private banking*, (Geneve: UNEP Finance Initiative).

VAN DE VELDE, E.; VERMEIR, W. y CORTEN, F. (2005): «Corporate social responsibility and financial performance». *Corporate Governance*, 5: 129-138.

WOOD, D.J. (1991): «Corporate social performance revisited». *Academy of Management Review*, 16: 691-718.

WOOD, D.J. y JONES, R.E. (1995): «Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research in corporate social performance». *International Journal of Organizational Analysis*, 3: 229-267.

ANEXO I: Relación de empresas analizadas

Denominación	Sector de actividad	2003	2004	2005	2006
ABENGOA	Materiales Básicos, industria y construcción		X	X	X
ABERTIS	Servicios de Consumo	X	X	X	X
ACCIONA	Materiales Básicos, industria y construcción			X	X
AGBAR	Petróleo y Energía	X		X	X
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios		X	X	X
CEPSA	Petróleo y Energía	X	X	X	X
ENCE	Bienes de Consumo	X		X	
ENDESA	Petróleo y Energía	X	X	X	X
FCC	Materiales Básicos, industria y construcción			X	X
FERROVIAL	Materiales Básicos, industria y construcción	X	X	X	X
GAMESA	Materiales Básicos, industria y construcción	X	X	X	X
GAS NATURAL	Petróleo y Energía	X	X	X	X
IBERDROLA	Petróleo y Energía	X	X	X	X
IBERIA	Servicios de Consumo	X	X	X	X
INDITEX	Bienes de Consumo	X	X	X	
INDRA	Tecnología y Telecomunicaciones	X	X	X	X
MAPFRE	Servicios financieros e inmobiliarios			X	
NH HOTELES	Servicios de Consumo				X
OHL	Materiales Básicos, industria y construcción	X	X	X	X
POPULAR	Servicios financieros e inmobiliarios		X	X	
PORTLAND	Materiales Básicos, industria y construcción			X	X
REE	Petróleo y Energía	X	X	X	X
REPSOL YPF	Petróleo y Energía	X	X	X	X
SABADELL	Servicios financieros e inmobiliarios		X	X	X
SACYR	Materiales Básicos, industria y construcción				X
SANTANDER	Servicios financieros e inmobiliarios	X	X	X	X
SOL MELIA	Servicios de Consumo			X	X
TELECINCO	Servicios de Consumo			X	X
TELEFÓNICA	Tecnología y Telecomunicaciones	X	X	X	
UNIÓN FENOSA	Petróleo y Energía	X	X		X
TOTAL		18	20	27	25

Liberalización financiera en América Latina: efectos sobre los mercados financieros locales

Durante las últimas décadas las economías latinoamericanas han liberalizado sus balanzas de capital y sus mercados de capitales y financiero-bancarios nacionales con el objetivo de acelerar el ritmo de crecimiento económico. Se daba por hecho que los países latinoamericanos padecían una profunda escasez de capital y un funcionamiento ineficiente de la banca doméstica y de los intermediarios financieros. La evidencia empírica existente muestra que a pesar de la intensidad de estas reformas el ritmo de crecimiento económico en la región no es ni más elevado ni más estable. En el trabajo se plantea que una explicación de este pobre resultado es que el proceso de liberalización financiera no ha generado los esperados mayores niveles de ahorro e inversión privados ni una mayor profundidad financiera.

Azkeneko hamarkadetan, Latinoamerikako ekonomiek beraien kapital-balantzak baita beraien kapital-merkatu eta finantza- zein banku-merkatu nazionalak ere liberalizatu dituzte hazkunde ekonomikoaren erritmoa bizkortzeko helburuz. Ziurtzat jotzen zen Latinoamerikako herrialdeek kapital gabezi sakona eta etxeko banakaren eta bitartekari finantzarioen funtzionamendu ez eraginkorra jasaten zituztela. Dagoen ebidentzia juridikoak erakusten du, berrikuntza horiek indarra izan arren, lurraldearen hazkunde ekonomikoaren erritmoa ez dela ez handiagoa ezta egonkorragoa ere. Lanean azaltzen dena da emaitza txar honen azalpen bat dela finantza liberalizazioaren prozesuak ez dituela sortu espero ziren aurrezki eta inbertsio pribatuaren maila altuenak ezta finantza sakontasun handiagoa ere.

During the last decades, Latin American economies have liberalized their capital accounts and their domestic capital markets and banking-financial sectors to accelerate economic growth. It was taken for granted that Latin American countries suffered from a deep scarcity of capital and an inefficient working of domestic banking and financial intermediaries. The existing empirical evidence shows that despite the depth of these reforms the path of economic growth in the region is not higher or more stable. In this paper we suggest that an explanation for this bad performance is that the financial liberalization process has not lead to the expected higher levels of private savings and investments and to a higher financial depth.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Liberalización financiera y crecimiento económico
 3. La liberalización financiera en el Consenso de Washington
 4. Efectos de los procesos de liberalización financiera en Latinoamérica: algunos hechos estilizados
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Liberalización financiera, Consenso de Washington, profundización financiera, América Latina

Keywords: Financial liberalization, Washington Consensus, financial deepening

N.º de clasificación JEL: E22, E44, G21, O16

1. INTRODUCCIÓN

El proceso de liberalización de los mercados financieros nacionales, de los sectores bancarios y financieros y en general de los movimientos internacionales de capitales ha jugado un papel clave en la estrategia dominante de reformas políticas y económicas aplicadas en Latinoamérica cono-

cidas como el «Washington Consensus» o «Consenso de Washington»². El supuesto de partida es que las economías latinoamericanas padecen una escasez estructural de recursos de capital que limita el ahorro y la inversión, reduciendo de esta forma el cre-

¹ Versiones anteriores del trabajo fueron presentadas en la 9th International Post Keynesian Conference (Kansas City, 15-18 de Septiembre de 2006) y en la 3rd International Conference Developments in Economic Theory and Policy (Bilbao, 5-6 de Julio de 2006). Agradecemos los comentarios de los participantes en dichas conferencias, así como los de un evaluador anónimo. La responsabilidad es única de los autores

² Se entiende por Consenso de Washington un listado de políticas económicas consideradas durante los años 1990 por los organismos financieros internacionales y centros económicos con sede en Washington DC, Estados Unidos, como el mejor programa económico que los países latinoamericanos debían aplicar para impulsar el crecimiento. En realidad el Consenso de Washington fue formulado originalmente por John Williamson en un documento de noviembre de 1989 («What Washington Means by Policy Reform» que puede traducirse como «Lo que Washington quiere decir por reformas políticas»)

cimiento económico a largo plazo. Por lo tanto, para acelerar el crecimiento económico es necesario, en primer lugar, aumentar la oferta de capital por medio del aumento del ahorro nacional y de la ampliación de la capacidad de la economía para captar flujos crecientes de capital extranjero, y, en segundo lugar, conseguir una asignación más eficiente de estos recursos que permita alcanzar mayores niveles de inversión.

De acuerdo con la tesis de la liberalización financiera, el ahorro nacional puede aumentar si la liberalización de la balanza de capital se acompaña de la liberalización de los mercados locales de capitales y de los sectores bancario y financiero. En este sentido, la eliminación de los límites máximos a los tipos de interés llevaría a mayores niveles de equilibrio de ahorro e inversión, y la reducción de los coeficientes de reservas junto a la abolición de los programas obligatorios de crédito llevaría a una asignación más eficiente del préstamos bancario, es decir, a la financiación de los proyectos de inversión de mayor productividad. Además, los argumentos a favor de la liberalización de los movimientos internacionales de capital estarían justificados por los positivos efectos económicos sobre el crecimiento económico y de las consiguientes mayores entradas netas de capital.

Sin embargo, la mayoría de los estudios empíricos concluyen que el generalizado proceso de liberalización financiera en Latinoamérica no ha tenido el esperado efecto sobre el crecimiento económico. Partiendo de estos magros resultados, el artículo proporciona elementos para comprenderlos, y presta atención al impacto del proceso de liberalización en los mercados financieros de las economías de la región, analizando la evolución del ahorro nacional privado, la profundización financiera, los tipos de interés locales y el endeudamiento público y privado, entre otras variables. Nuestro objetivo, por tanto, no es medir el impacto de la liberalización financiera en la región, sino plantear explicaciones que ayu-

den a entender por qué dicho proceso liberalizador no ha generado los efectos deseado. En la medida que una mayor profundización financiera suele ser un requisito indispensable para el logro de un mayor crecimiento económico, nuestro análisis prestará una especial atención a este aspecto.

El artículo se estructura de la siguiente forma. El primer apartado presenta los elementos básicos de la tesis de la liberalización financiera. El segundo analiza cómo se articula esta tesis dentro de la estrategia de política económica y reformas liberalizadoras comúnmente denominadas «Washington Consensus». El siguiente apartado desarrolla un análisis descriptivo del impacto de la liberalización financiera sobre el funcionamiento de los mercados de capitales y financieros latinoamericanos. La última sección presenta las conclusiones del trabajo.

2. LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

A partir de la década de los noventa, en la literatura económica ha habido un notable incremento en los estudios que analizan la relación entre sector financiero y crecimiento económico. La mayoría de los estudios empíricos y teóricos concluyen que el funcionamiento del sector financiero es un determinante clave del crecimiento económico a largo plazo. Esta visión es ahora dominante incluso en las instituciones financieras internacionales como el Fondo Monetario Internacional³. Los sistemas financieros influyen en el crecimiento económico a través de su impacto sobre las decisiones de ahorro e inversión y de cambio técnico (FitzGerald, 2007, Levine 1997, 2004; Thiel, 2001). El motivo es que los sistemas financieros desarrollan cinco funcio-

³ Véanse, por ejemplo, Krueger (2006a, 2006b) y Rato (2006).

nes clave que permiten y facilitan las decisiones relativas a la generación, asignación y empleo de los recursos de capital: «producen información ex-ante sobre las posibles inversiones y asignan capital; controlan las inversiones y ejercen un gobierno corporativo después de proporcionar financiación; facilitan la comercialización, la diversificación y la gestión del riesgo; movilizan y agrupan el ahorro; facilitan el intercambio de bienes y servicios» (Levine, 2004, p. 5).

Un funcionamiento eficiente del sistema financiero se asocia a unos buenos resultados macroeconómicos. De hecho, es fácil comprobar que las economías más desarrolladas disponen de sectores financieros más avanzados y eficientes. Esta constatación por sí sola, sin embargo, no permite aventurar si existe una relación directa entre desarrollo y profundización financiera, y desarrollo y crecimiento económico, ya que la evolución de ambas variables pudiera desarrollarse en paralelo pero sin relación directa entre ambas, por lo que cualquier estudio empírico sobre la materia mostraría una elevada correlación entre ambas pero sin que existiese una relación de causalidad (sesgo de simultaneidad). Por otro lado, la existencia de una relación entre ambas variables no determina la relación de causalidad entre ambas, en este caso, si el desarrollo del sector financiero explica el crecimiento económico, o su, por el contrario, es el crecimiento económico el elemento motor del desarrollo financiero. Pues bien, como concluye Levine: «(1) los países con bancos y mercados (financieros) que funcionan mejor crecen más rápidamente, (2) el sesgo de simultaneidad no parece explicar estas conclusiones, y (3) los sistemas financieros que funcionan bien solventan las restricciones financieras que impiden la expansión sectorial y empresarial, lo que sugiere que éste es un mecanismo a través del cual el desarrollo financiero es crucial para el desarrollo» (Levine, 2004, p. 3).

El desarrollo financiero será un elemento determinante de la aceleración en el creci-

miento económico, en especial en los países en desarrollo (Arestis y Sawyer, 2005; FitzGerald, 2007). La importancia concedida al funcionamiento de los sistemas financieros tiene evidentes implicaciones en materia de política económica, sobre todo para los países en desarrollo. Aquellas economías que deseen acelerar su ritmo de crecimiento a largo plazo, deberán mejorar el funcionamiento y la eficiencia de sus sistemas financieros nacionales, de manera que logren el cumplimiento de las cinco funciones anteriormente señaladas (Levine, 2004).

Para mejorar la eficiencia de los mercados financieros se necesita aplicar medidas que reduzcan los problemas de información intrínsecos que afectan a estos mercados: la información asimétrica (con sus problemas derivados de azar moral y selección adversa) y los costes de transacción y de reforzamiento de contratos. Un elemento que ayudaría a resolver estos problemas es una eficiente regulación prudencial y supervisión bancaria (FMI, 1998; Wyplosz, 2001). De acuerdo con el (FMI), «la labor de dicha regulación y supervisión es asegurar que los bancos operen de una manera prudente y que mantengan el capital y las reservas suficientes que complementen a las fuerzas de mercado y que aseguren una banca prudente en cualquier país» (FMI, 1998, p. 84). Aunque la regulación y supervisión bancaria⁴ implican una actuación pública directa la intervención pública en este terreno debiera limitarse a resolver el fallo de mercado vinculado al problema de información asimétrica. Una intervención pública eficiente garantizaría al menos un resultado subóptimo. El sector público establecería el

⁴ La supervisión y regulación bancaria implica la adopción de medidas que aseguren que los bancos cumplen los requisitos de capital, de provisión para malos préstamos, de limitación de los préstamos conectados, de publicación de información, así como de medidas que aseguren que se actúe con rapidez sobre las instituciones insolventes (Fischer, 1997).

marco legal e institucional en el cual los agentes financieros operarían y asignarían los recursos libremente⁵.

Sin embargo, el funcionamiento ineficiente de los mercados financieros, sobre todo en los países en desarrollo, a menudo se explica como el resultado del intervencionismo público en dichos mercados. Esta es la base de la tesis de la «represión financiera», cuyos síntomas serían el bajo nivel de ahorro, el racionamiento crediticio y el bajo nivel de inversión. Los pobres resultados macroeconómicos de los países en desarrollo se atribuirían a la existencia de límites máximos a los tipos de interés, unas elevadas reservas bancarias y a las restricciones cuantitativas en la asignación de créditos (Golds-mith, 1969; Mac-Kinnon, 1973; Shaw, 1973). Por lo tanto, la liberalización financiera sería una condición necesaria para el crecimiento económico y el desarrollo⁶. Esta liberalización de los mercados nacionales de capital y de los sectores bancario y financiero implicaría liberar al mercado financiero de cualquier intervención pública y dejar que sea el mercado el que asigne el crédito (Arestis y Sawyer, 2005). La desaparición de los techos a los tipos de

interés generaría mayores niveles de equilibrio de ahorro e inversión. Además, la reducción de los coeficientes de reserva y la abolición de los programas directos de crédito generarían una asignación más eficiente del préstamos bancario, generando proyectos de inversión con productividad más elevada (Arestis, Demetriades y Fattouh, 2003; Arestis y Sawyer, 2005).

De acuerdo con los defensores de la liberalización financiera, la intervención pública está siempre en el origen de las crisis o problemas financieros, ya sea por una intervención excesiva o por una mala gestión de las políticas públicas: «el mensaje principal de la tesis de la liberalización financiera es que es la ausencia de competencia lo que trae la ineficiencia al sector» (Arestis y Basu, 2003, p. 185). Así, para el FMI los factores que hacen a la economía vulnerable a las crisis financieras son: «las políticas macroeconómicas insostenibles, la debilidad de la estructura financiera, las condiciones financieras globales, los desajustes del tipo de cambio, y la inestabilidad política» (FMI, 1998, p. 80). En el caso latinoamericano, la política macroeconómica (monetaria, fiscal y cambiaria) sería uno de los principales determinantes de la recurrente inestabilidad macroeconómica de la región (Singh, 2006; Zettelmeyer, 2006).

En resumen, la liberalización financiera llevaría a una mayor eficiencia de los mercados financieros. Con la menor intervención pública posible, el funcionamiento de estos mercados sería mucho más próximo al existente en un mundo de competencia perfecta, en el cual el ahorro precede a la inversión, es decir, donde debe aumentarse el ahorro para aumentar la inversión y, por ende, el crecimiento económico. Como afirman Stein y Rosefielde, 2005, p. 213 «El ahorro previo da lugar a la inversión. De acuerdo con la teoría pre-keynesiana la clave es la elevación de los tipos de interés con objeto de aumentar la recompensa por

⁵ Esta visión se basa en el supuesto de que el azar moral y la selección adversa son los únicos problemas de información que afectan a los mercados financieros. Sin embargo, las imperfecciones de los mercados financieros van más allá de estos aspectos, entre las que hay que destacar la divergencia entre los costes sociales y privados de los fallos bancarios, la oferta insuficiente de instituciones cuya solvencia tiene una naturaleza de bien público, el hecho de que los tipos de interés no representan ni el beneficio marginal más alto ni el coste marginal más elevado, y la reducción de incentivos al comportamiento prudencial (y al aumento de riesgos) surgidos de una mayor competencia en los mercados financieros (Arestis, Nissanke y Stein, 2005).

⁶ Las negativas experiencias con los procesos de rápida liberalización financiera plantean la necesidad de que haya un número de prerequisites para una eficaz liberalización financiera: supervisión bancaria adecuada, estabilidad macroeconómica y una secuencia ordenada de reformas financieras (Arestis, 2004-5; Arestis y Sawyer, 2005; Fischer, 1997; Wyplosz, 2001)

el retraso en el consumo. Los tipos de interés más altos aumentan la calidad de la inversión, de la misma manera que la privatización bancaria y el aumento del número de licencias bancarias fomentan la competencia. Hay también una mejora en la eficiencia de la intermediación medida ésta por la diferencia entre los tipos de interés de los depósitos y de los préstamos. Los gobiernos han sido la causa de la fragmentación, lo que implica la retirada estatal y la creación de un único mercado de capital». Sólo aceptando los principios básicos de la economía neo-clásica se asume que la liberalización financiera tendrá un efecto positivo sobre el crecimiento.

Por el contrario, el rechazo de la validez de la teoría ortodoxa implica reconocer que los efectos de ese proceso pueden no ser los esperados, y que, incluso, esas políticas pueden ser la causa de numerosos episodios de crisis financieras padecidos por las economías en desarrollo (Arestis, 2004-5; Arestis, Demetriades y Fattouh, 2005; Arestis y Sawyer, 2005; Arestis, Nissanke y Stein, 2005; Nissanke y Stein 2003; Stiglitz, 2000, 2003, 2004).

3. LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN EL CONSENSO DE WASHINGTON

Las bases teóricas de la liberalización financiera fueron establecidas por McKinnon (1973) y Shaw (1973), para quienes la represión financiera generaba bajas tasas de ahorro e inversión frenando el crecimiento económico. En el caso de los países latinoamericanos, eso implicaba que para acelerar su crecimiento, la liberalización de los mercados financieros nacionales y externos (tanto en la entrada como en la salida de capitales) era un prerequisite para aumentar el ahorro y la inversión.

Los problemas creados por las crisis de la deuda de los años ochenta, iniciados con

la crisis mexicana de 1982, llevaron a los países latinoamericanos a adoptar las reformas liberalizadoras propuestas por el Consenso de Washington. En los años posteriores la principal preocupación era la capacidad para hacer frente a la carga de la deuda externa y los procesos que desencadenaron los procesos de hiperinflación que muchos países padecieron en los ochenta y noventa. Para comprender la liberalización financiera incorporada en el Consenso de Washington⁶ es importante distinguir las diferencias existentes entre las reformas realmente aplicada en Latinoamérica y la formulación por parte de John Williamson (1990, 2003) de lo que deberían ser dichas reformas. Las reformas de primera generación se implantaron durante la década de los ochenta y las de la segunda generación en los noventa; a partir de la crisis argentina de 2001 puede hablarse de una tercera generación de reformas en el Consenso de Washington.

Los principales componentes de la primera generación de reformas eran la existencia de un tipo de cambio flexible para promover la competitividad exterior, el uso de la depreciación de la moneda para mejorar la competitividad externa en presencia de dificultades en la balanza de pagos, la eliminación de los controles sobre los tipos de interés y de los coeficientes obligatorios de reservas bancarias como medio para lograr tipos de interés de mercado competitivos, y la liberalización de la balanza de capital permitiendo el libre movimiento de entradas y salidas de capital y evitando los controles de capitales (Williamson, 1991).

La segunda generación del Consenso de Washington incorporó diversas reformas, entre ellas: la eliminación de las barreras de entrada al sector financiero nacional, la autonomía de los bancos centrales, la liberalización de la balanza de capital, el cierre o privatización de los bancos públicos, la posibilidad de evitar la sobrevaloración del

tipo de cambio en caso de una excesiva entrada de capitales, la aplicación de reformas legales e institucionales, especialmente en el mercado bursátil, la aprobación de leyes de quiebrabancarrota, el reforzamiento de los sistemas de supervisión prudencial, así como la reforma de los sistemas de pensiones adoptando sistemas de capitalización y permitiendo a las instituciones financieras la gestión de las cuentas de capitalización individuales.

Las reformas de tercera generación se corresponden con las que actualmente están en marcha. Comenzaron como una respuesta a la crisis argentina, la cual generó un enfrentamiento entre los bancos extranjeros y los inestables y cambiantes gobiernos. No obstante, las reformas liberalizadoras en los mercados financieros continúan en la mayor parte de economías latinoamericanas. Aquellas se dirigen a construir un sistema financiero local basado en la moneda local en vez de en el dólar americano⁷, incluyendo una práctica bancaria con objeto de casar las demandas y ofertas de ambas monedas y a desarrollar la innovación financiera como forma de protección frente a las crisis cambiarias. Asimismo, estas reformas se orientan a promover la transferencia de los sistemas financieros, a la mejora de la responsabilidad, al reforzamiento de los derechos de los accionistas minoritarios y a facilitar la recuperación de los activos utilizados como garantía y des-

arrollar los registros crediticios (Williamson, 2003). A fin de evitar la reestructuración de la deuda, como ocurrió en Argentina en 2004, se han desarrollado y aplicado cláusulas para proteger a los inversores en los países latinoamericanos frente al incumplimiento (*default*) de la deuda.

En una rápida revisión de las reformas sugeridas por el Consenso de Washington y de las implantadas en las décadas de los ochenta y noventa (primera y segunda generación), puede observarse que la mayor parte de las reformas aplicadas son las centradas en los mercados financieros y de capitales: el cambio en la regulación de los tipos de interés, la titularización de la deuda pública nacional y las nuevas relaciones entre los tipos de interés locales y los tipos de interés internacionales; la privatización total o parcial de los sistemas de pensiones; la apertura de los mercados locales a los bancos extranjeros y la liberalización de la balanza de capital; la implantación de regímenes de *inflation targeting*⁸ y la autonomía de los bancos centrales.

La tercera generación de reformas financieras comparte con las dos primeras el mismo punto de partida: la existencia de bajas tasas de ahorro y la elevada dependencia de los flujos de capitales extranjeros para financiar la inversión. Las dos primeras generaciones de reforma se apoyaban sobre todo en la atracción de capitales extranjeros como principal baza para financiar las deseadas mayores tasas de inversión. Sin embargo, la volatilidad de estos flujos y las dudas sobre su sostenibilidad han vuelto los ojos hacia la necesidad de conseguir mayores y más duraderas tasas de ahorro. De ahí, el especial énfasis puesta en esta nueva

⁷ Uno de los rasgos característicos de los sistemas financieros latinoamericanos es el alto grado de dolarización de la economía de muchos países. Se entiende por dolarización financiera la denominación en dólares de una buena parte de los activos y pasivos financieros de un país; no sólo depósitos y créditos sino también títulos de deuda pública y privados. Niveles superiores al 40% e incluso al 60% como los alcanzados en una serie de países latinoamericanos son expresivos de una pérdida total de crédito en las políticas económicas, esto es, que los agentes no descartan una fuerte devaluación por sorpresa o un estallido inesperado de la inflación (N. del E.)

⁸ Basados en el establecimiento de objetivos cuantitativos explícitos de inflación tanto a corto como a medio y largo plazo y en la decisión de definir como principal, cuando no único, objetivo de la política monetaria una inflación baja y estable (Bernanke et al, 1999).

generación de reformas en la generación de superávit presupuestarios y en la necesidad de lograr un sector financiero más eficiente que posibilite una mayor tasa de ahorro y una asignación de recursos más eficiente. Este análisis implica dos áreas principales de reforma: la política fiscal y el sector público, con el objetivo de transformar los déficits públicos en superávits convirtiendo al sector público en ahorrador neto; y el sector financiero para elevar las tasas de ahorro y para permitir una asignación competitiva más eficiente (Kucynsky, 2003).

Las reformas en los sistemas de pensiones incluyen la completa o parcial sustitución de los sistemas públicos de pensiones por la gestión privada, las reformas en los sistemas públicos de pensiones todavía existentes y la inserción tanto de los sistemas públicos como privados de pensiones en los mercados financieros locales e internacionales. Aunque se aceptaba el elevado coste fiscal de estas reformas, sin embargo, se suponía que a largo plazo generarían un aumento sustancial del ahorro nacional. Además, el Consenso de Washington establecía que se necesitaba una mayor integración de los sistemas de pensiones, de seguros y crediticios. Como señala Kucynsky: «la evolución y mejora de los sistemas de pensiones es quizás el desarrollo más importante en el desarrollo financiero latinoamericano desde la eliminación de los controles sobre los tipos de interés y los requisitos diferenciales de reserva en los ochenta» (Kucynsky, 2003, p. 110).

Las reformas en el sector bancario incluyen, entre otras medidas, la mejora de la supervisión bancaria y de la información crediticia, la protección legal a los prestatarios, los cambios en la legislación al objeto de expandir el crédito a las empresas más pequeñas, la desaparición gradual de los bancos comerciales públicos mediante su privatización, la mayor competencia en el sistema bancario mediante la entrada de

bancos extranjeros, y medidas dirigidas a aumentar el número de usuarios de las entidades bancarias.

Otro conjunto de medidas se centraba en el desarrollo de mercados profundos, activos y transparentes de activos financieros, especialmente de mercados de bonos nacionales, los cuales son la base para mayores y más reforzados mercados de activos financieros. El desarrollo de los mercados nacionales de bonos requiere condiciones básicas: baja tasa de inflación, normas contables creíbles y uniformes, normas fiscales y regulatorias similares para los diversos instrumentos financieros, y la inexistencia de retenciones fiscales en los mercados de bonos. El fundamento de estas reformas es que las economías más grandes, sobre todo las desarrolladas, han aplicado grandes reformas en los mercados bursátiles y han crecido mercados locales de derivados y bonos (Kucynsky, 2003).

Otro tipo de medidas tendentes a aumentar la confianza, sobre todo de inversores institucionales extranjeros, en el funcionamiento de los sistemas financieros locales ha consistido en la utilización de cláusulas de acción colectiva en los bonos públicos internacionales emitidos bajo la normativa legal de Nueva Cork. El objetivo de este tipo de cláusulas no es otro que reducir el riesgo percibido en la adquisición de estos títulos de deuda, reduciendo de esta forma la prima de riesgo, y, por consiguiente, el tipo de interés de estas emisiones. No obstante, la experiencia muestra que esta práctica no ha tenido un impacto directamente observable en el precio de los bonos emitidos bajo las leyes de Nueva York que han incluido este tipo de cláusulas (IMF, 2005, p. 44).

En resumen, la liberalización financiera del Consenso de Washington ha tenido un profundo impacto en los sistemas financieros latinoamericanos. Sin embargo, aun cuando la inflación se mantiene bajo control, otros muchos problemas persisten:

bajas tasas de ahorro e inversión, no-disponibilidad de crédito, la baja duración del endeudamiento y los elevados tipos de interés reales. Los ciclos de expansión y retracción de los flujos de capital siguen persistiendo, al igual que la dependencia respecto de las entradas de capital extranjero debido al incremento del tamaño de las salidas de capital de inversión directa, a los beneficios de la asignación de carteras y al pago de los intereses de la deuda.

4. EFECTOS DE LOS PROCESOS DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN LATINOAMÉRICA: ALGUNOS HECHOS ESTILIZADOS⁹

Para sus defensores, el proceso de liberalización financiera debería haber generado una senda de crecimiento económico más elevada y estable¹⁰. Como muestran los cuadros n.º 1 y 2, la mayoría de países latinoamericanos han efectivamente registrado en la década de los años noventa tasas de crecimiento económico más altas que en los ochenta, siendo este crecimen-

to más estable, midiendo dicha estabilidad por la desviación típica¹¹. Por lo tanto, aparentemente el proceso de liberalización financiera promovido por el Consenso de Washington ha generado un mejor comportamiento en las economías de la región. Sin embargo, dicha conclusión ebe matizarse. Así, los mejores resultados sólo existen cuando se compara la década de los noventa con los ochenta, ya que cuando la comparación se hace con décadas anteriores los datos muestran un peor comportamiento económico. Por lo tanto, desde un horizonte temporal más profundo, el proceso liberalizador no ha dado lugar a una senda de crecimiento a largo plazo más elevada. Además, la expansión de la década de los noventa no puede considerarse como duradera: ya que en la mayoría de los casos la tasa de crecimiento registrada desde 2001 se ha reducido significativamente. La conclusión es que el proceso de liberalización financiera no ha generado la ansiada senda de elevado y estable crecimiento para la región (Escaith y Morley, 2000).

Puede comprobarse por los datos expuestos que la liberalización financiera no ha generado un crecimiento económico más elevado y estable. La tesis de los efectos positivos de la liberalización financiera tenía dos componentes, la liberalización de la balanza de capital y la liberalización de los sectores financiero y bancario nacionales, suponiendo que esta doble liberalización generaría una mayor oferta de recursos de capital. Esto, sin embargo, no ha ocurrido. En el caso de la liberalización de la balanza de capital no se ha producido un aumento sostenido de las entradas de capital, tal y como muestra el gráfico n.º 1. Aunque

⁹ La realización de un estudio, aunque sea explicativo, como el presente, sin ninguna pretensión de establecer relaciones de causalidad ni mediciones de impacto, se enfrenta a serios problemas de disponibilidad de datos. En nuestro caso, la información procede de dos fuentes: la base CEPALSTAT de la CEPAL y la base de datos *International Financial Statistics* del FMI (CD septiembre 2005). Esta última base proporciona una fuente homogénea de datos correspondientes a variables financieras como las aquí utilizadas. Sin embargo, como se observa en el trabajo la longitud de las series no es la misma para todos los países ni están disponibles los mismos datos para todos ellos. En todos los casos hemos optado por utilizar el mayor rango de años disponible.

¹⁰ Un estudio pormenorizado, e incluso una descripción detallada de las distintas medidas de liberalización de los mercados financieros en América Latina está más allá del alcance del presente trabajo. El lector interesado puede consultar, entre otros, Avalos y Hernández (2006), Bensión (2006), Calderón (2005), Correa y Girón (2004), Rivera y Rodríguez (2007), Stallings (2006), Vidal y Guillén (2007).

¹¹ La tasa promedio de crecimiento en los distintos periodos se calcula mediante la media, mientras que la desviación típica informa sobre la estabilidad-volatilidad de la variable analizada. En todos los casos en los que se dan los datos para diferentes periodos se estima la robustez del cambio tanto en la media como en la desviación típica mediante los tests de Levene y Welch.

Cuadro n.º 1
**Tasas de crecimiento económico en Latinoamérica
(1953-2004)**

		Número años	Media	Desviación típica
Argentina	1953-1960	8	3,967	4,461
	1961-1970	10	4,416	4,514
	1971-1980	10	2,616	3,281
	1981-1990	10	-1,045	4,862
	1991-2000	10	4,226	4,983
	2001-2004	4	0,620	9,897
	Total	52	2,622	5,188
Bolivia	1961-1970	2	6,229	2,283
	1971-1980	10	4,513	2,045
	1981-1990	10	0,163	3,213
	1991-2000	10	3,777	1,632
	2001-2004	4	2,622	0,766
	Total	36	2,986	2,890
Brasil	1961-1970	7	8,087	7,488
	1971-1980	10	8,665	3,192
	1981-1990	10	2,232	4,105
	1991-2000	10	2,669	2,194
	2001-2004	4	2,192	1,975
	Total	41	4,903	4,995
Chile	1961-1970	10	4,269	2,790
	1971-1980	10	2,393	7,278
	1981-1990	10	3,307	6,870
	1991-2000	10	6,452	3,654
	2001-2004	4	3,836	1,751
	Total	44	4,081	5,266

desde 1992 los flujos netos de capital (suma de flujos oficiales y privados) a Latinoamérica han crecido a un fuerte ritmo, esta expansión fue un fenómeno temporal que dura hasta 1997. Desde entonces, los flujos de capital a la región han ido disminuyendo hasta alcanzar cifras negativas en 2004.

A pesar de la importancia de estos flujos nuestra atención no se centrará en la evolución de los flujos de capital sino en el segundo pilar de la tesis de la liberalización financiera, es decir, en la liberalización de los mercados de capital locales. La práctica totalidad de los países de América Latina

han liberalizado en las últimas décadas, con mayor o menor intensidad, sus mercados financieros y bancarios nacionales¹² Como muestran los diversos índices de reformas financieras (Lora, 2001; Morley *et al.* 1999) la liberalización del sector financiero se desarrolla de manera más intensa entre mediados de la década de los ochenta y mediados de la década de los noventa. Así, de acuerdo con el índice de reformas financie-

¹² Para un estudio pormenorizado del proceso de liberalización financiera en América Latina, véase Lora (2001), Lora y Panizza (2002), Morley, Machado y Pettinato (1999) y Stallings (2006).

		Número años	Media	Desviación típica
Colombia	1961-1970	2	6,525	0,201
	1971-1980	10	5,522	1,822
	1981-1990	10	3,422	1,541
	1991-2000	10	2,753	2,907
	2001-2004	4	3,021	1,599
	Total	36	3,947	2,352
Costa Rica	1961-1970	10	6,109	3,008
	1971-1980	10	5,684	2,556
	1981-1990	10	2,489	4,493
	1991-2000	10	5,244	2,975
	2001-2004	4	3,619	2,242
	Total	44	4,767	3,418
Ecuador	1961-1970	5	4,488	2,121
	1971-1980	10	9,043	6,366
	1981-1990	10	2,181	4,444
	1991-2000	10	2,215	3,199
	2001-2004	4	4,523	1,882
	Total	39	4,485	5,067
El Salvador	1953-1960	8	3,922	1,661
	1961-1970	10	5,679	2,857
	1971-1980	10	3,332	4,859
	1981-1990	10	0,068	3,836
	1991-2000	10	5,654	6,083
	2001-2004	4	1,801	0,274
	Total	52	3,575	4,418
Guatemala	1953-1960	8	4,397	2,499
	1961-1970	10	5,503	2,175
	1971-1980	10	5,672	1,856
	1981-1990	10	0,911	2,661
	1991-2000	10	4,119	0,680
	2001-2004	4	2,342	0,263
	Total	52	3,973	2,596
Haití	1961-1970	4	1,367	2,725
	1971-1980	10	4,774	2,921
	1981-1990	10	-0,453	1,459
	1991-2000	10	-0,357	5,930
	2001-2004	4	-1,108	1,715
	Total	38	1,070	4,170
Honduras	1953-1960	8	2,813	4,029
	1961-1970	10	5,003	2,705
	1971-1980	10	4,819	4,480
	1981-1990	10	2,450	2,599
	1991-2000	10	3,317	2,796
	2001-2004	4	3,447	1,079
	Total	52	3,696	3,278
Jamaica	1961-1970	10	5,027	2,560
	1971-1980	10	-0,692	4,727
	1981-1990	10	2,566	3,769
	1991-2000	10	0,923	1,372
	2001-2004	3	1,609	0,587
	Total	43	1,932	3,731

		Número años	Media	Desviación típica
México	1953-1960	8	6,200	3,364
	1961-1970	10	7,054	1,784
	1971-1980	10	6,599	2,166
	1981-1990	10	1,944	3,711
	1991-2000	10	3,531	3,677
	2001-2004	4	1,551	1,750
	Total	52	4,751	3,552
Panamá	1953-1960	8	5,633	2,827
	1961-1970	10	7,949	1,540
	1971-1980	10	4,743	2,898
	1981-1990	10	1,572	6,675
	1991-2000	10	5,555	2,625
	2001-2004	4	3,634	3,041
	Total	52	4,957	4,112
Paraguay	1953-1960	8	3,678	3,179
	1961-1970	10	4,750	2,040
	1971-1980	10	8,803	2,212
	1981-1990	10	3,130	3,574
	1991-2000	10	1,981	1,749
	2001-2004	3	0,985	2,877
	Total	51	4,295	3,520
Perú	1953-1960	8	5,358	3,533
	1961-1970	10	5,324	2,509
	1971-1980	10	3,821	2,684
	1981-1990	10	-0,505	7,900
	1991-2000	10	4,040	4,263
	2001-2004	4	3,484	2,228
	Total	52	3,531	4,798
República Dominicana	1961-1970	8	5,000	7,741
	1971-1980	10	6,956	3,329
	1981-1990	10	2,643	4,381
	1991-2000	10	5,998	2,563
	2001-2004	4	2,042	2,788
	Total	42	4,860	4,717
Uruguay	1953-1960	5	0,039	3,116
	1961-1970	10	1,577	2,980
	1971-1980	10	3,052	2,858
	1981-1990	10	0,676	5,479
	1991-2000	10	3,078	3,784
	2001-2004	4	-0,109	9,602
	Total	49	1,706	4,432
Venezuela	1953-1960	3	4,410	3,517
	1961-1970	10	6,117	2,411
	1971-1980	10	4,120	3,223
	1981-1990	10	1,089	5,073
	1991-2000	10	2,188	4,666
	2001-2004	4	1,025	12,141
	Total	47	3,244	5,133

Fuente: Elaboración propia a partir de Fondo Monetario Internacional: (International Financial Statistics)

Cuadro n.º 2
Pruebas de igualdad de la media y de la varianza de las tasas de crecimiento del PIB.

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Argentina	3,287	0,013	1,571	0,223
Bolivia	3,134	0,028	3,811	0,067
Brasil	3,285	0,021	7,083	0,002
Chile	2,631	0,049	1,033	0,418
Colombia	1,082	0,382	14,693	0,000
Costa Rica	0,873	0,489	1,500	0,250
Ecuador	1,295	0,292	2,556	0,083
El Salvador	1,442	0,227	6,425	0,001
Guatemala	3,015	0,020	16,826	0,000
Haití	4,003	0,009	6,254	0,007
Honduras	1,669	0,161	1,033	0,425
Jamaica	3,509	0,016	5,207	0,006
México	1,028	0,413	7,419	0,001
Panamá	3,097	0,017	4,056	0,014
Paraguay	1,726	0,148	10,845	0,000
Perú	6,860	0,000	1,214	0,343
República Dominicana	2,258	0,081	2,696	0,073
Uruguay	2,380	0,054	0,868	0,525
Venezuela	5,271	0,001	1,930	0,167

Fuente: Elaboración propia

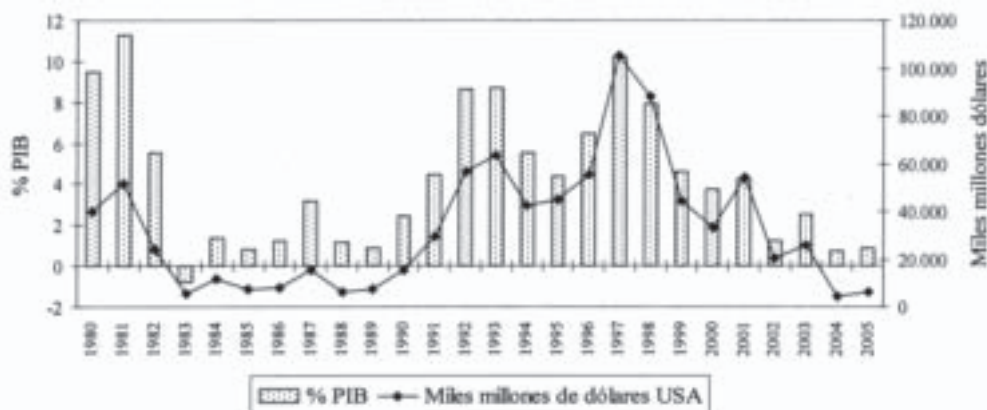
ras elaborado por Morley *et al.* (que alcanza un valor máximo de 1 para aquellas reformas que suponen una completa liberalización financiera), el promedio de dicho índice para la región¹³ era en 1970 de 0,315 (oscilando entre 0,218 para República Dominicana y 0,632 para Honduras), en 1980 de 0,439 (oscilando entre 0,236 para Paraguay y 0,947 para Chile), en 1990 de 0,725 (oscilando entre 0,264 para Perú y 0,990 para México) y en 1995 de 0,927 (oscilando entre 0,612 para Venezuela y 0,986 para Argentina).

El objetivo de nuestro trabajo, como ya se ha señalado, no es cuantificar el impacto económico de las reformas dirigidas a liberalizar los mercados financieros, sino uno más modesto, como es el de comprobar si dichas reformas ha dado como resultado la evolución esperada de las principales variables financieras. Esta pretensión de generalidad posibilita plantear, ya que no constatar empíricamente, la importancia de otros elementos ajenos al propio proceso de liberalización financiera de cara a la consecución de los objetivos económicos perseguidos. Esta misma pretensión genérica hace que optemos por utilizar la misma periodificación para todos los países de la región para los que se dispone de datos procedentes de una misma fuente. De esta forma, hemos optado, en aquellos casos

¹³ Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Gráfico n.º 1

Entradas netas de capital en Latinoamérica



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Database, Septiembre 2005.

para los que existen datos, por distinguir el comportamiento de las variables en cuestión a partir de 1990 de los años anteriores, ya que es en la década de los noventa cuando el proceso de liberalización financiera se generaliza y maximiza.

La tesis de la liberalización financiera se basaba en los efectos positivos que los mayores tipos de interés generaban sobre la actividad económica a largo plazo. Los cuadros n.º 3 y 4 muestran como los mayores tipos de interés en las operaciones de préstamo han aumentado desde los noventa¹⁴, con la única excepción de Chile, donde los tipos de interés reales han sido significativamente mayores que los registrados en las década de los setenta y ochenta.

Es importante destacar que a partir de los años noventa los tipos de interés reales no sólo son mayores sino que también son más estables. Su variabilidad, medida por la desviación típica, ha disminuido, lo que implica que los tipos de interés reales han sido permanentemente más elevados que en periodos precedentes.

Desde la óptica neoclásica, los mayores tipos de interés constituyen un estímulo al crecimiento económico. Los mayores tipos de interés reales aumentan el ahorro, la rentabilidad del capital y, por lo tanto, las tasas de inversión, lo que se traduce en un mayor crecimiento económico. En el caso de las economías latinoamericanas, dado que una de las principales razones de su pobre comportamiento económico es la carencia de capital, el impacto de la liberalización financiera debería haber sido mayor que en otras economías en donde las tasas iniciales de inversión fueran más elevadas. Sin embargo, desde una perspectiva post key-

¹⁴ Los datos no hacen referencia a Argentina y Brasil dado que la base utilizada no recoge los datos correspondientes a estos dos países.

Cuadro n.º 3

Tipos de interés mensuales reales de las operaciones de préstamo

		Número años	Media	Desviación típica
Bolivia	1981-1990	108	-1.319,389	3.890,546
	1991-2000	120	37,060	11,232
	2001-2005	60	14,746	5,676
	Total	288	-476,257	2.464,002
Chile	1976-1980	48	36,995	28,097
	1981-1990	120	19,680	17,171
	1991-2000	120	10,025	5,841
	2001-2005	60	4,929	2,159
	Total	348	16,196	17,880
Ecuador	1976-1980	12	-3,915	1,411
	1981-1990	120	-18,555	17,210
	1991-2000	120	-0,366	32,552
	2001-2005	60	-0,665	14,584
	Total	312	-7,556	25,209
El Salvador	1981-1990	96	-4,010	6,732
	1991-2000	120	8,789	4,691
	Total	216	3,100	8,534
Granada	1981-1990	96	8,536	10,050
	1991-2000	120	9,206	1,361
	2001-2005	12	8,609	1,307
	Total	228	8,893	6,590
Honduras	1981-1990	108	8,333	6,097
	1991-2000	120	8,066	10,009
	2001-2005	60	12,795	1,884
	Total	288	9,151	7,723
Jamaica	1976-1980	60	-8,527	13,359
	1981-1990	120	7,545	8,760
	1991-2000	120	10,003	21,747
	2001-2005	60	8,033	4,708
	Total	360	5,767	16,039
Trinidad y Tobago	1981-1990	97	1,849	3,130
	1991-2000	120	10,241	3,245
	2001-2005	60	6,804	2,900
	Total	277	6,558	4,842
Uruguay	1976-1980	48	-4,809	11,997
	1981-1990	120	-8,421	25,095
	1991-2000	120	14,965	31,119
	2001-2005	60	43,279	7,921
	Total	348	9,055	30,415
Venezuela	1981-1990	82	-17,119	21,886
	1991-2000	120	-5,288	26,885
	2001-2005	60	3,104	9,939
	Total	262	-7,069	23,612

Fuente: Elaboración propia a partir de Fondo Monetario Internacional: (International Financial Statistics)

nesiana, este argumento es falso: los mayores tipos de interés reales reducen la inversión y frenan la actividad económica y, dado que las tasas de ahorro dependen de la actividad económica, reducen el ahorro.

Los cuadros n.º 5 y 6 muestran la evolución del ahorro nacional en porcentaje del PIB desde los años ochenta¹⁵. De acuerdo con el test de Welch, el ahorro nacional sólo ha cambiado de manera (estadísticamente) significativa en 9 países, reduciéndose en 4 (Bolivia, Costa Rica, Dominica y Perú) y aumentando en 5 países (Chile, Honduras, Jamaica, Surinam y Uruguay). Por lo tanto, no se puede concluir que la liberalización financiera haya generado un aumento generalizado del ahorro¹⁶. Además, el efecto positivo sobre el ahorro no es muy grande en términos absolutos. Sólo Surinam registra tasas de ahorro que pueden calificarse de elevadas (23% del PIB). En el resto de casos, la tasa de ahorro nacional se sitúa por debajo del 17% del PIB, e incluso Chile, a menudo citado como la prueba del éxito de las reformas liberalizadas en Latinoamérica, registrar una tasa promedio de ahorro nacional desde 1991 del 10,2% del PIB¹⁷.

En este sentido, si comparamos las tasas de ahorro asiáticas y latinoamericanas, el bajo resultado de la última región es aún más llamativo. Usando datos procedentes de la *World Economic Outlook Database* (septiembre 2005) del FMI, en las economías asiáticas en desarrollo entre los periodos 1980-90 y 1991-2006 la tasa de ahorro nacional aumentó desde el 25,5 al 33,6% del PIB. En ese mismo periodo las tasas de

ahorro en Latinoamérica bajaron del 19,8 al 18,9% del PIB.

Además, el impacto de la liberalización financiera sobre la inversión ha sido igualmente pequeño, como muestran los cuadros n.º 7 y 8. Como se observa, la tasa de inversión (en porcentaje del PIB) ha cambiado significativamente en 14 de las 19 economías, elevándose en 8 países (Bolivia, Chile, El Salvador, Haití, Honduras, México, Nicaragua y Panamá) pero cayendo en 6 (Argentina, Brasil, Ecuador, Perú, República Dominicana y Venezuela)¹⁸.

Si se cruzan los datos de las tasas de ahorro e inversión, tan sólo en cuatro economías se ha registrado un cambio significativo simultáneo de ambas tasas desde 1991: en Chile y Honduras ambas tasas han aumentado, en Bolivia la tasa de inversión ha aumentado pero la tasa de ahorro ha caído, y en Perú ambas tasas han disminuido. Estos resultados muestran cómo la liberalización financiera no ha conducido a un aumento generalizado de las tasas de ahorro e inversión en América Latina¹⁹.

Sin embargo, la hipótesis de la liberalización financiera plantea que el crecimiento económico, el ahorro y la inversión aumentan como consecuencia del funcionamiento más eficiente de los sistemas financiero y bancario. La mayor eficiencia de estos intermediarios aumenta el peso en el PIB de los depósitos y del crédito, y la mayor profundidad financiera genera mayor ahorro e inversión (Bekaert et al, 2006).

Como muestran los datos de los cuadros n.º 9 y 10, el supuesto aumento de los depósitos en el sistema financiero está lejos de ser un fenómeno generalizado. En 16 eco-

¹⁵ Los datos no hacen referencia a Argentina y Brasil dado que la base utilizada no recoge los datos correspondientes a estos dos países.

¹⁶ Debe destacarse que en las seis economías donde no hay una variación significativa de la tasa de ahorro nacional, en cinco la tasa disminuye y sólo aumenta en Venezuela.

¹⁷ Los resultados concuerdan con otros trabajos como los de FitzGerald (2007) o Gutiérrez (2007).

¹⁸ Nuevamente, debe destacarse el que de las cinco economías donde el cambio no es significativo la tasa de inversión cae en 3 casos.

¹⁹ Hermes y Lensink (2005) alcanzan una conclusión similar para un conjunto de 25 economías en desarrollo.

Cuadro n.º 4

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza de los tipos de interés reales de las operaciones de préstamo

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Bolivia	37,844	0,000	162,563	0,000
Chile	48,490	0,000	66,935	0,000
Ecuador	17,366	0,000	29,124	0,000
El Salvador	21,677	0,000	249,899	0,000
Granada	5,268	0,006	1,277	0,293
Honduras	40,609	0,000	33,929	0,000
Jamaica	20,811	0,000	28,628	0,000
Trinidad y Tobago	0,181	0,834	186,365	0,000
Uruguay	26,242	0,000	278,178	0,000
Venezuela	17,492	0,000	28,260	0,000

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 5

Tipos de interés mensuales reales de las operaciones de préstamo)

		Número años	Media	Desviación típica
Belize	1980-1990	7	18,262	4,559
	1991-2003	8	15,120	2,267
	Total	15	16,586	3,756
Bolivia	1980-1990	9	16,023	6,654
	1991-2003	10	8,734	2,143
	Total	19	12,186	5,997
Chile	1980-1990	11	2,391	8,177
	1991-2003	12	10,171	2,496
	Total	23	6,450	7,021
Colombia	1980-1990	11	18,778	2,977
	1991-2003	12	18,161	4,201
	Total	23	18,456	3,599
Costa Rica	1980-1990	11	13,071	3,944
	1991-2003	6	8,589	0,783
	Total	17	11,489	3,845
Dominica	1980-1990	10	14,249	6,420
	1991-2003	6	8,936	5,138
	Total	16	12,257	6,371
Honduras	1980-1990	11	5,367	4,635
	1991-2003	5	16,934	4,686
	Total	16	8,982	7,130
Jamaica	1980-1990	8	5,926	4,775
	1991-2003	11	14,849	2,789
	Total	19	11,092	5,803

		Número años	Media	Desviación típica
México	1980-1990	11	10,771	2,520
	1991-2003	12	9,236	2,342
	Total	23	9,970	2,498
Panamá	1980-1990	11	17,684	6,430
	1991-2003	13	15,446	5,464
	Total	24	16,472	5,903
Perú	1980-1990	11	15,287	2,566
	1991-2003	5	8,899	3,172
	Total	16	13,291	4,053
Surinam	1980-1990	11	6,608	9,260
	1991-2003	8	23,078	20,677
	Total	19	13,543	16,844
Trinidad y Tobago	1980-1990	11	10,059	10,623
	1991-2003	10	9,487	6,631
	Total	21	9,786	8,735
Uruguay	1980-1990	11	9,627	4,162
	1991-2003	11	13,572	1,493
	Total	22	11,599	3,659
Venezuela	1980-1990	11	15,158	5,351
	1991-2003	13	18,225	6,242
	Total	24	16,819	5,935

Fuente: Elaboración propia basada en datos de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL)

Cuadro n.º 6
Pruebas de igualdad de la media y de la varianza del ahorro nacional

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Belize	2,907	0,112	2,733	0,135
Bolivia	8,834	0,009	9,876	0,011
Chile	18,990	0,000	9,175	0,011
Colombia	2,869	0,105	0,167	0,687
Costa Rica	13,492	0,002	13,250	0,004
Dominica	0,277	0,607	3,313	0,093
Honduras	0,083	0,777	21,085	0,002
Jamaica	1,367	0,258	22,384	0,001
México	0,052	0,823	2,276	0,147
Panamá	0,032	0,861	0,827	0,374
Perú	0,858	0,370	15,631	0,006
Surinam	11,124	0,004	4,429	0,064
Trinidad y Tobago	0,890	0,357	0,022	0,883
Uruguay	14,963	0,001	8,754	0,011
Venezuela	0,585	0,453	1,679	0,208

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 7

Inversión
(% del PIB)

		Número años	Media	Desviación típica
Argentina	1980-1990	11	20,07	4,214
	1991-2003	13	17,26	2,782
	Total	24	18,55	3,716
Bolivia	1980-1990	11	11,25	1,611
	1991-2003	13	17,12	3,193
	Total	24	14,43	3,921
Brasil	1980-1990	11	22,98	2,470
	1991-2003	13	19,65	1,172
	Total	24	21,18	2,499
Chile	1980-1990	11	18,35	3,517
	1991-2003	13	22,80	2,541
	Total	24	20,76	3,723
Colombia	1980-1990	11	19,69	1,661
	1991-2003	13	17,83	3,905
	Total	24	18,69	3,170
Costa Rica	1980-1990	11	18,40	2,886
	1991-2003	13	19,09	1,290
	Total	24	18,77	2,148
Ecuador	1980-1990	11	23,09	4,418
	1991-2003	13	17,28	1,773
	Total	24	19,94	4,346
El Salvador	1980-1990	11	12,64	1,206
	1991-2003	13	16,97	1,207
	Total	24	14,99	2,499
Guatemala	1980-1990	11	14,67	2,847
	1991-2003	13	15,63	1,997
	Total	24	15,19	2,417
Haití	1980-1990	11	16,51	1,097
	1991-2003	13	27,57	8,858
	Total	24	22,50	8,554
Honduras	1980-1990	11	19,78	3,191
	1991-2003	13	25,63	3,459
	Total	24	22,95	4,421
México	1980-1990	11	18,62	3,597
	1991-2003	13	20,82	1,865
	Total	24	19,81	2,951
Nicaragua	1980-1990	11	19,93	2,504
	1991-2003	13	22,52	3,824
	Total	24	21,33	3,479
Panamá	1980-1990	11	16,89	6,442
	1991-2003	13	23,60	4,288
	Total	24	20,53	6,271

		Número años	Media	Desviación típica
Paraguay	1980-1990	11	21,98	3,285
	1991-2003	13	21,31	3,745
	Total	24	21,62	3,482
Perú	1980-1990	11	24,08	4,588
	1991-2003	13	20,32	2,979
	Total	24	22,05	4,176
República Dominicana	1980-1990	11	24,01	3,567
	1991-2003	13	20,93	2,880
	Total	24	22,34	3,511
Uruguay	1980-1990	11	14,55	5,146
	1991-2003	13	12,86	1,982
	Total	24	13,63	3,781
Venezuela	1980-1990	11	20,39	3,916
	1991-2003	13	16,47	2,924
	Total	24	18,27	3,889

Fuente: Elaboración propia basada en datos de CEPAL

Cuadro n.º 8

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza de la inversión

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Argentina	0,723	0,404	3,588	0,076
Bolivia	3,306	0,083	33,780	0,000
Brasil	3,839	0,063	16,817	0,001
Chile	2,338	0,140	12,195	0,003
Colombia	11,277	0,003	2,427	0,138
Costa Rica	5,594	0,027	0,544	0,473
Ecuador	10,226	0,004	16,777	0,001
El Salvador	0,052	0,821	76,600	0,000
Guatemala	1,552	0,226	0,883	0,360
Haití	17,634	0,000	19,914	0,001
Honduras	0,799	0,381	18,558	0,000
México	5,929	0,023	3,379	0,087
Nicaragua	2,384	0,137	3,977	0,059
Panamá	2,448	0,132	8,695	0,009
Paraguay	1,957	0,176	0,213	0,649
Perú	2,670	0,116	5,433	0,033
República Dominicana	0,686	0,416	5,303	0,033
Uruguay	13,232	0,001	1,044	0,326
Venezuela	1,455	0,240	7,517	0,013

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 9
Depósitos en el sistema financiero
(% del PIB)

		Número años	Media	Desviación típica
Argentina	1981-1990	8	14,133	4,150
	1991-2004	14	17,097	5,382
	Total	22	16,019	5,079
Bolivia	1971-1980	3	10,648	2,122
	1981-1990	10	9,392	4,719
	1991-2004	14	39,038	8,742
	Total	27	24,903	16,426
Brasil	1981-1990	3	29,466	12,910
	1991-2004	14	25,775	12,080
	Total	17	26,427	11,895
Chile	1971-1980	10	10,705	4,518
	1981-1990	10	29,749	3,829
	1991-2004	14	30,260	2,560
	Total	34	24,358	9,603
Colombia	1950-1960	11	5,066	1,171
	1961-1970	9	5,044	0,949
	1971-1980	7	11,619	2,163
	1981-1990	5	19,085	1,223
	1991-2004	14	22,571	3,168
	Total	46	12,910	8,067
Costa Rica	1961-1970	10	4,534	0,373
	1971-1980	10	12,372	6,358
	1981-1990	10	25,867	4,858
	1991-2004	4	24,452	3-386
	Total	34	15,429	9,704
Ecuador	1950-1960	11	2,913	0,612
	1961-1970	10	4,141	0,938
	1971-1980	10	6,452	0,997
	1981-1990	10	7,500	1,468
	1991-2004	14	14,905	3,525
	Total	55	7,666	4,949
El Salvador	1950-1960	10	1,013	0,754
	1961-1970	10	3,992	0,617
	1971-1980	10	5,671	0,416
	1981-1990	10	5,143	2,116
	1991-2004	14	3,769	0,640
	Total	54	3,907	1,874
Haití	1950-1960	6	2,303	0,160
	1961-1970	10	2,419	0,307
	1971-1980	10	9,615	4,117
	1981-1990	10	14,805	1,316
	1991-2004	14	24,595	4,410
	Total	50	12,531	9,309
Honduras	1950-1960	11	3,284	1,617
	1961-1970	10	6,966	1,187
	1971-1980	10	11,944	1,110
	1981-1990	10	17,470	2,326
	1991-2004	13	29,170	10,876
	Total	54	14,428	11,006

		Número años	Media	Desviación típica
México	1961-1970	10	22,250	2,894
	1971-1980	10	23,590	1,682
	1981-1990	10	17,580	5,061
	1991-2004	14	24,179	2,602
	Total	44	22,107	4,054
Panamá	1950-1960	11	6,450	0,358
	1961-1970	10	11,054	2,959
	1971-1980	10	21,419	3,003
	1981-1990	10	29,307	2,337
	1991-2004	13	53,865	10,308
	Total	54	25,722	18,598
Paraguay	1961-1970	4	7,085	1,050
	1971-1980	10	10,525	1,392
	1981-1990	10	11,702	2,253
	1991-2004	13	24,602	3,428
	Total	37	15,417	7,377
Perú	1981-1990	7	9,667	3,179
	1991-2004	14	17,491	3,733
	Total	21	14,883	5,135
República Dominicana	1971-1980	10	13,940	2,403
	1981-1990	10	14,739	1,488
	1991-2004	14	21,523	6,316
	Total	34	17,298	5,556
Venezuela	1961-1970	8	11,259	3,010
	1971-1980	10	27,437	6,252
	1981-1990	10	34,802	6,619
	1991-2004	14	15,337	9,050
	Total	42	22,075	11,426
Jamaica	1971-1980	10	24,240	2,293
	1981-1990	10	37,108	3,246
	1991-2004	13	30,657	0,933
	Total	33	30,667	5,535
Trinidad y Tobago	1950-1960	7	12,447	1,180
	1961-1970	10	12,913	1,923
	1971-1980	10	19,497	2,397
	1981-1990	10	39,814	10,410
	1991-2004	13	39,409	3,442
	Total	50	26,434	13,453

Fuente: Elaboración propia a partir de Fondo Monetario Internacional: International Financial Statistic

Cuadro n.º 10

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza de los depósitos en el sistema financiero

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Argentina	0,698	0,413	2,082	0,166
Bolivia	5,263	0,013	62,429	0,000
Brasil	0,070	0,795	0,206	0,682
Chile	1,797	0,183	75,806	0,000
Colombia	4,367	0,005	195,797	0,000
Costa Rica	4,720	0,008	106,184	0,000
Ecuador	7,250	0,000	63,862	0,000
El Salvador	29,955	0,000	71,784	0,000
Haití	9,513	0,000	288,639	0,000
Honduras	29,595	0,000	95,543	0,000
México	4,499	0,008	4,984	0,009
Panamá	13,644	0,000	329,176	0,000
Paraguay	2,392	0,086	80,165	0,000
Perú	0,981	0,334	25,100	0,000
República Dominicana	9,150	0,001	8,261	0,003
Venezuela	5,085	0,005	40,226	0,000
Jamaica	3,937	0,030	55,253	0,000
Trinidad y Tobago	12,647	0,000	173,860	0,000

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 11

**Depósitos en el sistema financiero
(% del PIB)**

		Número años	Media	Desviación típica
Argentina	1981-1990	8	22,976	7,899
	1991-2004	14	18,502	4,849
	Total	22	20,129	6,341
Bolivia	1971-1980	6	17,057	3,580
	1981-1990	10	17,323	4,430
	1991-2004	14	50,044	10,014
	Total	30	32,540	18,183
Chile	1961-1970	2	12,143	3,030
	1971-1980	10	18,648	14,251
	1981-1990	10	63,617	13,456
	1991-2004	14	55,798	7,737
	Total	36	45,225	22,956
Colombia	1950-1960	11	18,679	6,420
	1961-1970	9	22,761	1,867
	1971-1980	7	28,690	1,290
	1981-1990	5	33,394	4,569
	1991-2004	14	29,361	5,587
	Total	46	25,851	6,838

		Número años	Media	Desviación típica
El Salvador	1950-1960	10	6,549	2,291
	1961-1970	10	8,991	0,568
	1971-1980	10	11,586	0,863
	1981-1990	10	8,059	4,310
	1991-2004	14	4,115	0,914
	Total	54	7,583	3,354
Guatemala	1950-1960	11	7,210	2,098
	1961-1970	10	12,337	1,443
	1971-1980	10	13,330	1,407
	1981-1990	10	17,306	2,156
	1991-2004	14	17,969	2,856
	Total	55	13,829	4,505
Honduras	1950-1960	11	7,829	2,055
	1961-1970	10	15,414	5,079
	1971-1980	10	28,706	2,897
	1981-1990	10	32,655	2,343
	1991-2004	13	33,433	7,022
	Total	54	23,861	11,270
Jamaica	1971-1980	10	27,499	4,635
	1981-1990	10	32,135	4,800
	1991-2004	13	24,485	6,102
	Total	33	27,717	6,070
México	1961-1970	10	27,070	4,445
	1971-1980	10	24,020	6,290
	1981-1990	10	11,880	2,472
	1991-2004	14	21,650	5,797
	Total	44	21,200	7,347
Panamá	1950-1960	11	14,618	4,459
	1961-1970	10	26,910	5,181
	1971-1980	10	59,229	7,305
	1981-1990	10	51,038	3,895
	1991-2004	13	78,659	20,079
	Total	54	47,317	26,116
Paraguay	1961-1970	4	19,966	2,622
	1971-1980	10	19,551	1,608
	1981-1990	10	15,370	2,099
	1991-2004	13	24,087	3,512
	Total	37	20,059	4,298
Perú	1981-1990	8	15,708	7,291
	1991-2004	14	19,909	6,475
	Total	22	18,381	6,925
República Dominicana	1971-1980	10	26,811	3,935
	1981-1990	10	30,508	2,578
	1991-2004	14	29,890	6,376
	Total	34	29,166	4,949
Trinidad y Tobago	1971-1980	6	27,946	4,863
	1981-1990	10	46,561	7,186
	1991-2004	13	43,918	3,934
	Total	29	41,525	8,870
Venezuela	1961-1970	8	25,518	1,814
	1971-1980	10	44,239	11,245
	1981-1990	10	50,480	12,956
	1991-2004	14	14,846	6,093
	Total	42	32,361	17,473

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 12

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza del crédito al sector privado

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Argentina	1,398	0,251	2,112	0,177
Bolivia	2,981	0,068	63,397	0,000
Chile	3,034	0,043	78,709	0,000
Colombia	4,151	0,006	19,530	0,000
El Salvador	39,216	0,000	105,168	0,000
Guatemala	2,522	0,052	38,960	0,000
Honduras	16,663	0,000	189,416	0,000
Jamaica	0,078	0,926	6,690	0,011
México	2,648	0,062	36,200	0,000
Panamá	15,320	0,000	136,751	0,000
Paraguay	1,051	0,383	17,613	0,000
Perú	0,301	0,589	1,830	0,199
República Dominicana	4,769	0,016	3,021	0,072
Trinidad y Tobago	2,440	0,107	26,707	0,000
Venezuela	5,548	0,003	33,360	0,000

Fuente: Elaboración propia

nomías el ratio depósitos en el sistema financiero/PIB cambia de manera significativa, aumentando en 11 casos y disminuyendo en 5²⁰. Si comparamos los promedios de los periodos 1980-1990 y 1991-2004, el ratio cae en seis países (Brasil, Chile, Costa Rica, El Salvador, Jamaica, Trinidad y Tobago y Venezuela). En este sentido, si aceptamos que el sector bancario juega un papel central en la asignación eficiente de los recursos de capital, el pobre resultado del sector a la hora de atraer y gestionar los recursos de capital puede ser uno de los elementos que contribuyan a explicar los bajos niveles de ahorro e inversión en la región.

A continuación, analizamos la evolución del crédito al sector privado concedido por las instituciones financieras (cuadros n.º 11

y 12). De nuevo, los resultados del análisis rechazan la hipótesis del efecto positivo de la liberalización financiera sobre los recursos intermediados por las instituciones financieras.

De los 15 casos, solamente en 2 de ellos el ratio crédito al sector privado/PIB no ha cambiado de forma significativa, y sólo en 3 economías (El Salvador, México y Venezuela) el ratio es más bajo a partir de los noventa. No obstante, el comportamiento del indicador es peor si la comparación se efectúa entre los periodos 1980-1990 y 1991-2004: en este periodo el ratio disminuyó en 8 países (Argentina, Chile, Colombia, El Salvador, Jamaica, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Venezuela),

5. CONCLUSIONES

A pesar del intenso proceso de liberalización en los sectores bancario y financiero

²⁰ En los países donde el cambio no ha sido significativo (Argentina y Brasil) el ratio ha disminuido en la última década

registrado en las economías de América Latina desde finales de los años ochenta, los resultados macroeconómicos de estos países no han sido los esperados. Aunque es cierto que, en conjunto, la tasa de crecimiento económico en la década de los noventa ha sido más elevada que en los ochenta no puede afirmarse que esto sea el comienzo de una nueva fase de crecimiento económico más alto y más estable. Por un lado, las tasas más altas de crecimiento aparecen asociadas a una mayor volatilidad. Por otro, la expansión de los noventa no ha sido un fenómeno duradero y, de hecho, en la mayoría de países el crecimiento económico se ha desacelerado en los primeros años del nuevo milenio,

El único resultado que se corresponde con las previsiones de la tesis de la liberalización financiera y del Consenso de Washington es el aumento registrado en los tipos de interés reales. Sin embargo, estos tipos de interés más altos no se han traducido en mayores tasas de ahorro e inversión. Este no es, sin embargo, un resultado que pueda sorprender. Sólo en el marco de los modelos neoclásicos (bajo los supuestos de información perfecta, competencia perfecta, agentes optimizadores, pleno empleo, etc.) se puede sostener este resultado. Por el contrario, en un marco keynesiano los mayores tipos de interés reales generan menor inversión, menor actividad económica y menores tasas de ahorro,

Precisamente, el análisis desarrollado en el trabajo apoya la tesis de que la liberalización financiera para que produzca los resultados económicos deseados debe venir acompañada de una serie de reformas económicas e institucionales (Bordo, 2007; Deidda, 2006; Lora y Panizza, 2002; Rodrik, Subramanian y Trebbi, 2004; Rodrik, 2006)

que generen el necesario cambio estructural, tanto en el sector financiero en particular como en el conjunto de la economía en general, que permita a las economías en cuestión captar los efectos positivos derivables de dicho proceso sin padecer los efectos negativos que podrían ocasionarse, como son la mayor probabilidad de padecer crisis financieras o cambiarias, la mayor volatilidad de los flujos externos de capitales, etc, (Aka, 2006; Bekaert et al, 2006; Chinn e Ito, 2006; Kose et al, 2006; Zettelmeyer, 2006). El desarrollo financiero y la mayor profundidad financiera están efectivamente asociados con mayores niveles de desarrollo. Sin embargo, aunque la liberalización financiera puede ser considerada como una condición necesaria para alcanzar una senda de mayor y más estable crecimiento económico a largo plazo, difícilmente puede ser considerada como una condición suficiente. Además en todo caso, la secuencia de las reformas implantadas constituye un determinante clave de los efectos de las reformas (Eichengreen, 2001; FitzGerald, 2007),

Por otro lado, el desarrollo financiero no puede identificarse de manera simplista con la liberalización financiera. La pérdida de protagonismo del sector público en el sector financiero, con la casi absoluta privatización de la banca pública, la desaparición de la banca de desarrollo y la masiva entrada de bancos extranjeros en los sistemas financieros (bancarios) y de pensiones locales, aun cuando ha producido un sistema financiero más rentable (al menos en términos de las tasas de beneficio de dichas entidades), no ha generado un sistema financiero más eficiente desde una óptica macroeconómica.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AVALOS, M. y HERNÁNDEZ, F. (2006): «Competencia bancaria en México», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas*, 62,
- AKA, B. E. (2006): «On the duration of the financial system stability under liberalization», *Emerging Markets Review*, 7: 147-161,
- ARESTIS, P. (2004-5): «Washington consensus and financial liberalization», *Journal of Post Keynesian Economics*, 27(2): 251-271,
- ARESTIS, P. y BASU, S. (2003): «Financial globalization: some conceptual problems», *Eastern Economic Journal*, 29 (2): 183-189,
- ARESTIS, P. DEMETRIADES, P. y FATTUOH, B. (2003): «Financial policies and the aggregate productivity of the capital stock: evidence from developed and developing economies», *Eastern Economic Journal*, 29 (2): 217-242,
- ARESTIS, P. NISSANKE, M. y STEIN, H. (2005): «Finance and development: institutional and policy alternatives to financial liberalization theory», *Eastern Economic Journal*, 31(2): 245-263,
- ARESTIS, P. y SAWYER, M. (2005): «Financial liberalization and the financegrowth nexus: what have we learned?», en Arestis, P., y Sawyer, M, (eds.) *Financial Liberalization, Beyond Orthodox Concerns*: 1-42, Palgrave Macmillan, Hampshire,
- BEKAERT, G. HARVEY, C. R. y LUNDBLAD, C. (2006): «Growth volatility and financial liberalization», *Journal of International Money and Finance*, 25: 370-403,
- BENSIÓN, A. (2006): «Las reformas económicas de Uruguay (1974-2004)», Avalos, M, y Hernández, F, (2006): «Competencia bancaria en México», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 50,
- BERNANKE, B. S.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. S. y POSEN, A. S. (1999): *Inflation Targeting, Lessons from the International Experience*, Princeton, Princeton University Press,
- BORDO, M. D. (2007): «Growing up to financial stability», *NBER Working Paper Series*, 12993,
- CALDERÓN, R. (2005): «La banca de desarrollo en América Latina y el Caribe», Avalos, M, y Hernández, F. (2006): «Competencia bancaria en México», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Finanzamientos del Desarrollo*, 157,
- CORREA, E. y GIRÓN, A. (comp.) (2004): *Economía Financiera Contemporánea*, México D.F., Miguel Ángel Porrúa,
- CHINN, M. D. e ITO, H. (2006): «What matters for financial development? Capital controls, institutions and interactions», *Journal of Development Economics*, 81: 163-192,
- DEIDDA, L. G. (2006): «Interaction between economic and financial development», *Journal of Monetary Economics*, 53: 233-248,
- EICHENGREEN, B. (2001): «Capital account liberalization: what do crosscountry studies tell us?», *The World Bank Economic Review*, 15 (3): 341-365,
- ESCAITH, H. y MORLEY, S. (2000): «The impact of structural reforms on growth in Latin America and the Caribbean: an empirical estimation», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 1,
- FITZGERALD, V. (2007): «Desarrollo financiero y crecimiento económico: una visión crítica», *Principios*, 7: 5-28,
- FRENCH-DAVIS, R. (2000): *Reforming the Reforms*, Macmillan, Londres,
- FISCHER, S. (1997): «Capital account liberalization and the role of the IMF», trabajo presentado en el IMF Seminar *Asia and the IMF* (Hong Kong, 19 de Septiembre),
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1998): *World Economic Outlook*, May, International Monetary Fund, Washington, D,C,
- (2005): *Global Financial Stability Report*, September, International Monetary Fund, Washington, D,C,
- GOLDSMITH, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven,
- GUTIÉRREZ, M. (2007): «Savings in Latin America after the mid 1990s, Determinants, constraints and policies», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 57,
- HERMES, N. y LENSINK, R. (2005): «Does financial liberalization influence saving, investment and economic growth, Evidence from 25 emerging market economies 1973-1996», *UNUWIDER Research Paper*, 2005/69,
- KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K. y WEI, S-J. (2006): «Financial globalization: a reappraisal», *IMF Working Paper*, WP/06/189,
- KRUEGER, A. O. (2006a): *Evolution or Revolution: the Changing Role of the IMF in the Global Economy*, Discurso al International Development Club, Graduate School of Business, Stanford University, Stanford, 23 febrero,
- KRUEGER, A. O. (2006b): *Striving for Success: Growth, Globalization and Economic Policy Reform*: Discurso al Institute for the Economy in Transition, Moscú, 20de marzo,
- KUCYNSKY, P. P. (2003): «The financial system», En Kucynsky, P,P, y Williamson, J,E, (eds.) *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*: 103-121, Institute for International Economics, Washington D,C,

- LEVINE, R. (1997): «Financial developments and economic growth: views and agenda», *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726,
- (2004): «Finance and growth: theory and evidence», *NBER Working Paper Series*, 10766,
- LORA, E. (2001): «Las reformas estructurales en América Latina: qué se ha reformado y como medirlo», *Documento de Trabajo Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo*, 465,
- LORA, E. y PANIZZA, U. (2002): «Un escrutinio a las re-formas estructurales en América Latina», *Documento de Trabajo Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo*, 471,
- MCKINNON, R. (1973): *Money and Capital in Economic Development*,: Brookings Institution, Washington, D,C,
- MORLEY, S. A.; MACHADO, R. y PETTINATO, S. (1999): «Indexes of structural reforms in Latin America», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Reformas Económicas*, 12,
- NISSANKE, M. y STEIN, H. (2003): «Financial globalization and economic development: toward an institutional foundation», *Eastern Economic Journal*, 29(2): 287-308,
- ROJAS-SUÁREZ, L. (2003): «Monetary Policy and Exchange Rates: Guiding Principles for Sustainable Regime», En Kucynsky, P,P, y Williamson, J, (eds,) *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*: 23-155, Institute for International Economics, Washington D,C,
- RATO, R. (2006): *The IMF's Medium-Term Strategy: Meeting the Needs of Emerging Market Members*, Discurso al Banco de México, México, 23 de marzo,
- RIVERA, E. y RODRÍGUEZ, A. (2007): «Competencia y regulación en la banca de Centroamérica y México, Un estudio comparativo», Competencia bancaria en México», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas*, 71,
- RODRIK, D. (2006): «Goodbye Washington Consensus, hello Washington Confusion?», Mimeo, disponible en <http://www.ksg.harvard.edu/rodrik> (próxima publicación en *Journal of Economic Literature*),
- RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A. y TREBBI, F. (2004): «Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development», *Journal of Economic Growth*, 9: 131-165,
- Shaw, E. S. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nueva York,
- SINGH, A. (2006): «Macroeconomic Volatility: the Policy Lessons from Latin America»: *IMF Working Paper WP/06/166*,
- STALLINGS, S. (2006): *Financiamiento para el Desarrollo, América Latina desde una Perspectiva Comparada*, CEPAL, Santiago de Chile,
- STEIN, H. y ROSEFELDE, S. (2005): «Introduction to Issues in Finance, Corporate Control, and Growth: Lessons from Developing and Transitional Economies», *Eastern Economic Journal*, 31(2): 210-217,
- STIGLITZ, J. E. (2000): «Capital market liberalization, economic growth and instability»: *World Development*, 28(6): 1075-1086,
- (2003): «Globalization and growth in emerging markets and the New Economy», *Journal of Policy Modelling*, 25: 505-524,
- (2004): «Capital-market liberalization, globalization and the IMF», *Oxford Review of Economic Policy*, 20(1): 57-71,
- THIEL, M. (2001): «Finance and economic growth: a review of theory and the available evidence», *Economic Paper*, nº 158, Directorate general for Economic and Financial Affairs,
- VIDAL, G, y GUILLÉN, A. (coord.) (2007): *Repensar la Teoría del Desarrollo en un Contexto de Globalización*, Buenos Aires, CLACSO,
- WILLIAMSON, J. (ed,) (1990): *Latin American Adjustment, How much has happened?*, Institute for International Economics, Washington D,C,
- (2003) «An agenda for restating growth and reform», En Kucynsky, P,P, y Williamson, J, (eds) *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*: 1-19, Institute for International Economics, Washington D,C,
- (2005): «Curbing the Boom-Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets», *Policy Analyses in International Economics* 75, Institute for International Economics, Washington D,C,
- WYPLOSZ, C. (2001): «How risky is financial liberalization in the developing countries?», *G-24 Discussion Paper Series*, UNCTAD, Centre for International Development Harvard University, Washington, D,C,
- ZETTELMEYER, J. (2006) «Growth and Reforms in Latin America: A Survey of Facts and Arguments»: *IMF Working Paper WP/06/210*,

Internacionalización de la banca española en América Latina. El caso BBVA

El comienzo de la internacionalización de las empresas españolas se produce en los primeros años noventa del siglo XX, propiciando un desarrollo inversor que por su rapidez, volumen y posiciones alcanzadas, sorprendieron a la comunidad financiera internacional y de manera singular en América Latina. En el sector financiero destaca el caso del BBVA, que en tan sólo un decenio, dejó de tener implantación exclusivamente en España, para consolidarse como un banco líder en la región de referencia internacional y proyección global. En este artículo se describe el proceso de internacionalización en América Latina y su posterior expansión a escala global llevado a cabo por el BBVA. La efectividad de estas actuaciones entraña una evidente reducción de precios, incorporación de nuevos productos y servicios financieros adaptados a la idiosincrasia de los distintos mercados de los países donde opera.

Laurogeita hamarreko hamarkadaren hasierako Espainiako enpresen nazioartekotasunaren hasierak inbertsio-bilakaera baterako bide eman zuen zeinak, lortutako bizkortasuna, bolumena eta posizioengatik, nazioarte mailan ustekabea sortu zuen, batez ere Latinoamerikan. Finantza sektorean azpimarratzekoa da BBVAren kasua. Hau, hamarkada batean besterik ez, Espainian bakarrik ezarritako egotetik nazioarteko erreferentziatzko nazioarteko banku bezala finkatu da. Artikulu honetan BBVAk Latinoamerikan garatu duen nazioartekotasun prozesua deskribatzen da. Horren eraginkortasunak prezioen murrizketa nabarmena, produktu berriak eta herrialde ezberdinetako idiosinkrasia egokitutako finantza-zerbitzuak dakartza. Berehalako erronka nagusia ekonomia informalaren poltsa garrantzitsuei finantzasisistema formalean sarrera ematea da.

The beginning of the internationalisation of the Spanish companies in the early 90s, favoured an investing development that, because of its progress, speed and volume surprised those at an international level and, especially, in Latin America. The BBVA case is highlighted in the financial field, as just in a decade it has changed from being exclusively in Spain into becoming an internationally recognised bank. The present article describes the internationalisation process developed in Latin America by BBVA. Its effectiveness involves a clear cut in prices, new products and financial services adjusted to the idiosyncrasy of each country. The main immediate challenge is getting the main exchanges of the informal economy in the formal financial system.

Ramón Casilda Béjar

*Confederación Española de Directivos y Ejecutivos (CEDE)**

*Asociación Española de Ejecutivos de Finanzas (AEFF)***

Universidad de Alcalá

Instituto Universitario Ortega y Gasset

ÍNDICE

1. Introducción
 2. La dinámica inversora española en América Latina
 3. La internacionalización de las empresas españolas en América Latina
 4. La internacionalización de la banca española en América Latina
 5. El caso BBVA: la expansión internacional en América Latina y EE.UU.
 6. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: internacionalización, multinacional, inversión extranjera directa

Keywords: internationalization, multinational, foreign direct investment

N.º de clasificación JEL: E44, G21, G34

1. INTRODUCCIÓN

El comienzo de la internacionalización de las empresas y bancos españoles se puede fijar a principios de los años noventa propició un desarrollo inversor que por su rapidez, volumen y posiciones alcanzadas, sorprendieron internacionalmente y de manera singular en América Latina.

Tras la entrada de España en la Comunidad Económica Europea (1986), figuraba como primer reto estratégico para su economía, la internacionalización de sus empresas. Las inversiones directas españolas en el exterior, que habían comenzado su anda-

dura a comienzos de la década de los 90 del siglo XX, se aceleraron a partir de 1996 hasta llegar a su punto culminante en el año 2000, cuando alcanzaron los 60.152 millones de euros (10% del PIB). América Latina era el destino preferido para estos importantes flujos de inversión privada (inversión extranjera directa, IED, y flujos de cartera)¹.

Estas posiciones inversoras iniciaron una trayectoria decreciente durante el período 2001-2004, para retomar la senda inversora, si bien con menor intensidad, una vez superada la crisis que sacudió a la región, reflejada de manera singular en Argentina².

* Vocal de la Junta Directiva y Presidente de la Comisión de Relaciones con Iberoamérica.

** Vocal de la Junta Directiva.

¹ Véase para más detalle y un amplio análisis Casilda, 2002.

² Argentina: La primera crisis económica del siglo XXI. Lecciones para una economía global en Casilda, 2002.

La internacionalización de las empresas españolas en América Latina les ha permitido constituirse en este breve plazo de tiempo en verdaderas multinacionales y, más aún, muchas de ellas han logrado constituirse en multinacionales de referencia en su respectivo sector. En el sector financiero es de destacar el caso del BBVA que, en tal sólo un decenio, ha dejado de tener implantación exclusivamente en España, para consolidarse como un banco de referencia internacional y proyección global. Además, España, actualmente octava economía mundial, se sitúa entre las economías más abiertas del mundo al contar con un grado de apertura en torno al 67% del PIB (2006), lo que la sitúa por delante de Francia, Reino Unido e Italia.

En América Latina, los grandes grupos bancarios españoles, junto con las más importantes empresas, se han situado con éxito en sectores tan dinámicos y avanzados como el de telecomunicaciones, energía, infraestructuras y servicios financieros. Los efectos positivos no se han hecho esperar, un mayor nivel de competencia y mejor funcionamiento de los mercados donde operan, lo que repercute en mejoras directas de la calidad de vida de los ciudadanos y en la competitividad del tejido industrial mediante los *spillover* de productividad.

Para los dos grandes bancos españoles, SANTANDER y BBVA, superada la fase inicial de instalación en los distintos países latinoamericanos y lograda una amplia presencia y liderazgo, el principal reto actualmente es doble. El primero sería facilitar la bancarización de amplias capas de la población que aún no tienen acceso a los servicios financieros, y el segundo, trabajar para dar entrada a las significativas bolsas de economía informal en el sistema financiero formal. Acciones combinadas que benefician a las familias, acelera la creación de clases medias y mejora la eficiencia de la asignación de recursos para el teji-

do empresarial. Todo ello genera indudables beneficios para el crecimiento económico y el bienestar de los países receptores de la inversión.

No obstante, a pesar de la febril actividad y el liderazgo alcanzado, también se han planteado algunas dudas y contratiempos que han debilitado la «marca país», captando la atención de la opinión pública, los organismos reguladores, instituciones multilaterales y gobiernos. Por todo ello es fundamental reforzar la imagen de España mediante la potenciación del «Made in Spain», para crear una rica fertilización cruzada similar al producido por el «Made in Germany» y la marca Mercedes Benz, pues maximizar el reconocimiento de la «economía blanda» o de los intangibles es de la máxima importancia para el futuro del nuestro país y el éxito de sus marcas³.

En este trabajo se describe el proceso internacionalizador que se ha desarrollado en América Latina y como desde su aprendizaje y experiencia en el manejo de inversiones extranjeras directas (IED) ha realizado su posterior expansión a escala global llevada a cabo por el BBVA. Su desarrollo e implantación pivota en torno a los conceptos de innovación, transparencia, competitividad y compromiso con los países donde se encuentra presente.

Esta actuación ha permitido fortalecer los sistemas financieros regionales bancarios y financieros latinoamericanos, así como introducir una mayor cultura financiera, aumentando la bancarización y un mayor acceso al crédito para los hogares y las pequeñas y medianas empresas. La efectividad de estas actuaciones entraña una evidente reducción de precios y la incorporación de nuevos productos y servicios financieros adaptados a la idiosincrasia de los distintos mercados nacionales donde

³ España y la «marca país» como ventaja competitiva, en Casilda, 2002.

opera, ofreciendo mayores garantías, transparencia, calidad y confianza. En definitiva, se constituye como un gran referente por su calidad en la gestión y un excelente aliado para el crecimiento económico y el bienestar de los países donde se encuentra.

2. LA DINÁMICA INVERSORA ESPAÑOLA EN AMÉRICA LATINA

Podemos situar el inicio de las inversiones de las empresas españolas en América Latina, a principios de los años noventa del pasado siglo XX, pues solo dos decenios atrás, en sus balances apenas se mencionaban referencias externas al propio mercado nacional, pues la IED destacaba por su ausencia.

Efectivamente, la situación tradicional de España era de receptor neto de IED, bien por la imposibilidad legal o bien por la real de invertir en el exterior, pues el nivel de desarrollo económico y la situación de sus empresas imposibilitaban la disponibilidad de capital para estas actuaciones. Al mismo tiempo la economía española se caracterizaba por su escasa apertura comercial.

La presencia de España como importante inversor de IED en América Latina se produce a partir de la adhesión de España a la Comunidad Económica Europea en 1986. El fin de cerca de medio siglo de proteccionismo de las empresas españolas frente a la competencia extranjera, la creación de un mercado europeo pujante y la liberalización progresiva de la economía española sentaron las bases para el lanzamiento exterior de la empresa española. América Latina se convirtió en el destino preferido de las multinacionales españolas⁴.

En América Latina, este desembarco comenzó con la presencia de Telefónica e

Iberia que acudieron a los procesos regionales de privatizaciones. Posteriormente, mediada la década crecieron los flujos de IED con la entrada de ENDESA, IBERDROLA y REPSOL, y, a partir de 1995⁵ adoptaron dimensiones realmente significativas con la estrategia de adquisiciones iniciada por las dos grandes entidades bancarias el BBVA y el SANTANDER.

En términos agregados, el sector bancario es un destacado inversionista, exterior neto sólo superado por las empresas de telecomunicaciones y energía. La participación de Telefónica en la privatización del Sistema Telebras a mediados de 1998 (Brasil) y la toma de control y gestión de Repsol y Endesa en las mayores compañías energéticas privadas de Argentina y Chile; Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) y Enersis respectivamente, a principios de 1999, han sido las más importantes operaciones no financieras realizadas hasta el momento.

Respecto a los dos grandes bancos citados, aprovecharon una oportunidad única para alcanzar el tamaño suficiente de cara a competir más eficientemente en los exigentes mercados financieros internacionales y además, poder mantener su identidad ante una posible oferta pública de adquisición de acciones (OPA) por parte de los grandes grupos bancarios europeos fundamentalmente. Esta gran apuesta les ha permitido que en la situación actual, caracterizada por un reacomodo estratégico del mapa bancario internacional, como consecuencia de las crisis financiera de las hipotecas *subprime*, que perturba hondamente el sistema financiero y bancario mundial, hayan podido reforzar su liderazgo con operaciones de alianzas o fusiones internacionales que derivan hacia América Latina⁶.

⁴ Para más detalle desde un análisis realizado directamente por los propios protagonistas, véase Casilda, 2008

⁵ Véase Calderón-Casilda, 1999. Como complemento, puede consultarse Calderón y Casilda, 2000.

Una característica fundamental que ha tenido la dinámica inversora en el área geográfica latinoamericana, se constata por la rapidez de las inversiones, lo cual ha sido realmente posible debido a la proximidad lingüística⁷ y cultural, resultando ambas clave para establecer eficazmente mecanismos organizativos eficientes para la gestión y control de las filiales, como son la centralización y la formalización.

La centralización se refiere al grado en que las decisiones sobre cuestiones como la introducción de nuevos productos, el cambio en el diseño o los cambios en el proceso de producción, se adoptan en la sede central. En tanto que la formalización atañe a la existencia de un conjunto bien definido de reglas y procedimientos que regulan las tareas y la manera de actuar ante distintas situaciones. Este mecanismo limita la autonomía de la filial en la toma de decisiones, pero también disminuye la involucración de la central en las filiales, dado que se reemplaza el control directo por reglas y procedimientos.

Sin embargo, cuando existe una gran distancia cultural entre la central y la filial, estos mecanismos organizativos no son eficaces dado que representan una especie de camisa de fuerza que impide a la filial enfrentarse a la complejidad económica de su entorno. Además, cuanto mayor es la distancia cultural entre la central y la filial, mayores son los costes de emplear directivos, pues suele ser necesario una mayor presencia de «expatriados».

⁶ Es el caso concreto de la operación llevada a cabo por Santander al adquirir junto a sus socios: Royal Bank of Scotland y Fortis: ABN Amro, Santander se ha quedado con el Banco Real de Brasil, que le dará una posición relevante en el sistema bancario brasileño, pues al fusionarlo con Banespa (2010) se situará como tercer banco privado del país por volumen de depósitos, con una red de 1.900 oficinas y 13 millones de clientes.

⁷ Sobre la importancia del idioma en la internacionalización y las inversiones en América Latina, véase Casilda, 2001.

Esta dinámica inversora ha puesto de manifiesto la relevante importancia del idioma como vehículo que permite ejecutar velozmente las decisiones de inversión, en tanto que la mínima distancia cultural implica que la cantidad de directivos españoles que han tenido que situarse al frente de las respectivas filiales latinoamericanas haya sido mínima. Por el contrario, la incorporación cada vez mayor de directivos latinoamericanos a las centrales de las empresas españolas se produce de manera creciente.

3. LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN AMÉRICA LATINA

La intensidad de los procesos de apertura al exterior y la internacionalización de la economía se miden a través de diferentes variables, como puede ser la suma de exportaciones e importaciones respecto al PIB. En los inicios de los años setenta, esta variable representaba un exiguo 10,5% del PIB, en los ochenta se triplicó hasta llegar a alrededor del 30%, y finalizada la década de los noventa alcanzaba ya un 60%. Actualmente, como se ha señalado, España se sitúa entre las economías más abiertas del mundo, y su grado de apertura se encuentra ya en el 67% del PIB (2006).

En cuanto a la IED española, los datos son también bastante elocuentes. Durante las últimas dos décadas los flujos de IED, tanto de salida como de entrada, han crecido de forma ininterrumpida. Mientras que en 1980 solo un 0,9% del PIB nacional se invertía en el exterior, a principios de los años noventa la suma de la inversión directa emitida y recibida se situaba entre el 1,5% y el 3% del PIB nacional.

En la primera mitad de los noventa, los flujos de IED con origen en España supusieron el 6% de lo invertido en América Latina, mientras que los de origen en EE.UU.

fueron el 71%. Sin embargo, en la segunda mitad de la década, España aportó el 30% de la IED total y EE.UU. redujo su participación al 39%.

En los primeros años del siglo XXI, estos flujos se vieron notablemente alterados, pues las inversiones totales en el exterior alcanzaban el 17% del PIB, y sólo América Latina significaba el 10% del PIB. En su proceso de internacionalización la economía española dio un salto decisivo en 1995, pues por primera vez la IED emitida, 5.590 millones de euros, superaba la recibida, 5.393 millones de euros. En el año 1997 se produjo un salto cuantitativo importante al registrarse salidas por 10.520 millones de euros frente a unas entradas de 6.823 millones de euros.

Desde el año 2000 el volumen acumulado de IED española ha superado el stock recibido; los flujos de IED establecieron un récord inversor en el exterior al alcanzar los 60.152 millones de euros, siendo el sexto país inversor en el *ranking* mundial según la UNCTAD⁸. De esta manera España se convertía en un país inversor neto de IED, dándose por fin el paso necesario para acceder a la fase más avanzada en la internacionalización económica de un país.

La creación del Mercado Único Europeo⁹ (1992) supuso otro importante impulso para la internacionalización de las empresas españolas, pues eran conscientes de que debían competir en un mercado muy exigente y, además dada su baja capitalización tenían que protegerse de intentos de adquisiciones hostiles provenientes de las grandes empresas y grupos europeos o mundiales. La estrategia de expandirse internacionalmente responde por un lado al afán de

salvaguardarse fundamentalmente de los grupos financieros europeos, que en cualquier momento podían lanzar una OPA¹⁰ y por otro, para poder competir con éxito en los exigentes mercados globales, para lo que se requiere prioritariamente tamaño y presencia internacional para hacer frente a los grandes conglomerados. Se partía de lo que se conoce tradicionalmente como estrategia defensiva, y no una estrategia ofensiva¹¹ como se les acusó, a las multinacionales españolas con el eslogan: «los nuevos conquistadores o la nueva reconquista». Esta llegada en tromba mereció entre otros la atención de *The Washington Post*¹², que acuñó otro reclamo publicitario para las inversiones españolas: «riesgo y valor» que conlleva, por otra parte, un gran coraje y seguridad en las decisiones.

Por entonces, aprovechando y desafiando diferentes factores de riesgo, un reducido grupo de empresas recientemente privatizadas como ENDESA (electricidad), REP-SOL (petróleo y gas), y otras aún antes de ser privatizadas como fue el caso de IBERIA (transporte aéreo) y TELEFÓNICA (telecomunicaciones), junto a los grupos bancarios SANTANDER y BBVA¹³ apostaron abiertamente por una estrategia de inversiones directas en la región que les llevase a liderar sus respectivos sectores de actividad.

¹⁰ BBVA como los demás bancos españoles, ofrecían bajas capitalizaciones bursátiles, siendo los precios muy atractivos para los grandes conglomerados financieros europeos e internacionales.

¹¹ En esencia, el objetivo de una estrategia defensiva, es seguir proporcionando servicios financieros a los clientes nacionales que internacionalizan su actividad para, de este modo, evitar que aquellos establezcan contactos con las instituciones financieras locales, lo que les supondría una reducción de su volumen de negocio. Mientras, el objetivo esencial de una estrategia ofensiva es conseguir una base inicial de operaciones locales que permitan introducirse en este mercado. Normalmente, la secuencia suele ser la puesta en marcha de una primera estrategia defensiva y, una vez consolidada la cabeza de playa, pasar a una ofensiva.

¹² Washington, 12 de febrero del 2000.

⁸ Conferencia de la Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. Coordina el tratamiento integrado del desarrollo y otras cuestiones afines en los sectores de comercio, finanzas, tecnología, inversión y desarrollo sostenible.

⁹ Liberalización del movimiento de capitales y final de las restricciones para la banca extranjera.

Posteriormente, se sumaron otras importantes compañías que formarían parte del grupo duro inversor como fueron IBERDROLA y UNIÓN FENOSA (electricidad), GAS NATURAL (gas) y AGUAS DE BARCELONA (agua). El liderazgo conseguido en los diferentes sectores de actividad, pudo mantenerse durante las diversas crisis, como la asiática entre 1997-1998 («gripe asiática»), la rusa en agosto de 1998 («efecto vodka») y la de mayor calado como fue la argentina («efecto tango»), considerada como la peor recesión desde 1914, considerada aún más grave que la de los años treinta¹⁴.

Los resultados empresariales de estas incursiones fueron rápidos, y el peso de los activos internacionales así como los beneficios en el balance se incrementaron notablemente, produciéndose cifras no conocidas hasta el momento, que representaron para ENDESA el 40% del total de sus activos, superando el 30% los de TELEFÓNICA y en torno al 30% para el SANTANDER y el BILBAO VIZCAYA¹⁵.

La llegada a América Latina se produjo en un momento clave para la región, pues ésta se encontraba en un proceso de reformas estructurales, identificadas con el denominado Consenso de Washington (1989), que renovaron ampliamente el marco general de los negocios y facilitaron el acceso de los inversionistas extranjeros mediante una amplia política de privatizaciones, liberalización, desregulación comercial, aseguramiento de los derechos de propiedad y unas condiciones de estabilidad macroeconómica en línea con las economías de la OCDE.

Como queda demostrado por la amplia y fundamentada bibliografía existente, todos estos movimientos que realizaron las empresas españolas y que las convirtieron en auténticas multinacionales, no formaron parte de un programa establecido entre el Gobierno y las empresas sino que se debieron fundamentalmente al impulso privado. Esta expansión internacional produjo excelentes resultados, especialmente notorios hacia finales de los años noventa y primeros años del nuevo siglo XXI, para caer ampliamente durante el período crítico de 2002-2004 y recuperarse notablemente hasta el momento actual.

La intensa actividad inversora en Latinoamérica ha tenido claras excepciones como fue el caso de la compañía IBERIA, que no logró encontrar las vías adecuadas para aprovechar sus adquisiciones en Argentina (Aerolíneas Argentinas) y en Venezuela (Viasa). Otra consideración que destaca acerca de la internacionalización de la empresa española y que constituye un hecho relevante por su significado cualitativo es que, según los distintos *rankings* internacionales, España se encuentra entre los 10 países con las más importantes empresas multinacionales. En efecto, para la revista Fortune 500, que establece el ranking de las 500 mayores empresas mundiales, en su edición de 2005 se encuentran 7 grandes multinacionales españolas. También el Global 5000 del Financial Times (2006) sitúa a 10 multinacionales españolas entre las 500 mayores empresas por capitalización bursátil, cuando hace tan sólo un decenio estas posiciones eran realmente impensables.

Además, hay que tener en cuenta las destacadas posiciones de otras 30 empresas multinacionales españolas que se equiparan en calidad y competitividad a las mejores del mundo en diversos sectores como el cerámico, la industria auxiliar del automóvil, la ingeniería civil, las energías renovables eólica y solar, las infraestructuras y concesiones, el alimentario, las máqui-

¹³ En España se producía una etapa de intensa competencia entre los dos grandes bancos: SANTANDER y BBVA, mediante nuevos productos como los «superdepósitos, supercuentas, superlibretas». Para más detalle, véase Casilda, 1997.

¹⁴ Para un análisis amplio puede consultarse Casilda y Sotelsek, 2002.

¹⁵ Para un análisis de los dos grandes bancos de este primer período inversor, puede consultarse Casilda *et al.* 1999.

Cuadro n.º 1

Panorama de futuro de las inversiones españolas en América Latina**Panorama I****Inversión en nuevas áreas geográficas**

- Invertir en otras regiones desarrolladas: UE, EE.UU.
- Invertir en otras zonas en desarrollo: Europa del Este y Asia.
- Invertir en mercados emergentes: Indonesia, Vietnam, India.

Panorama II**Inversión - Desinversión**

- Continuar inversiones en América Latina.
- Iniciar desinversiones.
- Consolidar áreas regionales.
- Adoptar estrategias conjuntas con terceros países: ¿EE.UU, Canadá, China?

Panorama III**Nuevas oportunidades**

- Salir de negocios tradicionales y maduros.
- Acudir a nuevas privatizaciones.
- Concentrarse en nuevos negocios: energías renovables, Internet, telecomunicaciones, ingeniería, infraestructuras, concesiones.
- Nuevas fusiones y alianzas estratégicas locales, regionales, e internacionales.
- Nuevos socios extraregionales.

Panorama IV**Cambios estructurales**

- Contribuir al desarrollo social y al fortalecimiento institucional
- Contribuir a la difusión de nuevas técnicas de gestión empresarial.
- Contribuir a los cambios educativos y medioambientales.
- Contribuir a la implantación y el desarrollo de la responsabilidad social y buen gobierno corporativo.

Fuente: Elaboración propia

nas herramientas y de bienes de equipo, y la consultoría de sistemas de información y comunicación, lo que viene a demostrar la creciente diversificación de la IED española y la incorporación al sector exterior de un amplio espectro de empresas de contenido tecnológico, lo que les confiere un importante valor añadido a las inversiones extranjeras, así como determinan sus estrategias de futuro (ver cuadro n.º 1).

Todo esto sólo representa un somero repaso de la complejidad que conlleva la IED y la internacionalización de las empre-

sas españolas en el contexto global y de manera especial en América Latina. Para España la IED se puede considerar altamente beneficiosa al verificar que se ha seguido un patrón similar al de los países que hoy conforman las economías más avanzadas y prósperas del mundo, caracterizadas por una apertura comercial y un desarrollo económico escalonado tal como lo registra el modelo de Dunning y Narula¹⁶.

¹⁶ J.H. Dunning y R. Narula (Editores). *Foreign Direct Investment and Governments*, 1996.

De acuerdo con la denominada «teoría del itinerario de la inversión extranjera directa» de los mencionados autores, existe una asociación entre el nivel de desarrollo económico de un país (PIB per cápita) y su posición internacional en cuanto a IED se refiere. Esto es, sobre la IED recibida y la IED emitida, cuando la diferencia es positiva, el país es importador neto de capital y cuando la diferencia es negativa, es exportador neto de capital.

Según esta teoría, el proceso de desarrollo de un país sigue cinco etapas. En la etapa I, con la realización de algunas infraestructuras y las primeras llegadas de IED junto al resurgimiento del mercado de bienes de consumo se entra en la Etapa II, que corresponde a la industrialización. En la siguiente etapa III, continúa la llegada de IED pero a menor ritmo que en la etapa anterior, al tiempo que comienzan a salir del país los primeros flujos de capital, en forma de inversión extranjera directa. Cuando las salidas de IED superan las entradas se entra en la etapa IV. Finalmente, cuando el país ha alcanzado un nivel de desarrollo económico significativo, se produce un cierto equilibrio entre las entradas y las salidas de IED; entonces la posición neta del país frente al exterior unas veces es positiva y otra negativa.

4. LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LA BANCA ESPAÑOLA EN AMÉRICA LATINA

Desde nuestro punto de vista, el proceso de internacionalización financiera es aquel por el que los agentes e instituciones que conforman el sistema financiero de un país se ven obligados, si quieren defender y ampliar su posición competitiva, a superar los límites nacionales para buscar mercados a escala mundial¹⁷.

La internacionalización de las finanzas de un país está claramente relacionado con lo que se ha dado en llamar mundialización o globalización¹⁸ de los mercados financieros, siendo un hecho claro la integración a escala internacional del sistema financiero español, tras la apertura exterior de la economía española. Por consiguiente, el fenómeno de la internacionalización no resulta un hecho aislado; por el contrario, forma parte del proceso de globalización de los mercados y de la industria de servicios financieros al que España no puede sustraerse. La proyección de la actividad financiera apunta a un escenario de globalización de los mercados, con una cada vez más tenue diferenciación entre los mercados nacionales y los internacionales.

A partir de estas nuevas realidades, tanto el BBVA como el SANTANDER¹⁹ han estado enfrentados a profundos cambios en el ámbito local e internacional. La liberalización y desregulación del sector en España, unido a la configuración del Mercado Único Europeo, el proceso de la Unión Económica y Monetaria y el lanzamiento de la moneda única en la Unión Europea (euro), modificaron de manera radical la estructura y las estrategias de los dos principales bancos españoles. Así, estas entidades se vieron obligadas a trascender los límites nacionales para competir en los mercados internacionales, como un mecanismo para aumentar su tamaño, posición competitiva, diversificar riesgos, conservar su identidad y como se ha señalado, defenderse de eventuales intentos de adquisiciones hostiles.

¹⁸ Ambos términos son utilizados muy a menudo en la literatura financiera como sinónimos. El vocablo globalización proviene de globo o esfera, forma de la Tierra

¹⁹ Para un análisis de los propios protagonistas, véanse los respectivos trabajos de José Ignacio Goirigolzarri: BBVA. Huellas y perspectivas en América Latina, y; Francisco Luzón: Santander y su proyecto América 2010; en: *La gran apuesta. Globalización y multinacionales españolas en América Latina*. Análisis de sus protagonistas. Ediciones Granica. Barcelona, 2008.

¹⁷ Véase Casilda, 2008.

América Latina ofrecía interesantes oportunidades en el sector bancario, pues en general los sistemas financieros nacionales presentaban una creciente apertura y desregulación, asociado a un bajo nivel de bancarización²⁰, unas altas rentabilidades, junto con una mejora en los sistemas de supervisión y regulación bancaria. Asimismo, evidenciaban carencias de capital y de nuevos productos para hacer frente a una creciente demanda de acceso a los servicios financieros²¹. Además, las características demográficas de América Latina la convertían en una región con un atractivo perfil de crecimiento poblacional al situarse la edad media en torno a los 26 años frente a los 39 de España, edad que no alcanzará la región hasta el 2050. También, ofrecía la ventaja adicional de la existencia de una correlación desigual de su ciclo económico con el de la economía española, ofreciendo una interesante ventaja para la diversificación de los riesgos, tal como sucede actualmente de una manera significativa²².

A partir de estas consideraciones, las razones para apostar por la internacionalización de la banca española en Latinoamérica, fundamentalmente, son las siguientes:

- El idioma y cultura, que es un factor limitativo en otras regiones, y que en este continente propicia no solo la rapidez en la transferencia de capital, productos y servicios, sino también las capacidades básicas de gestión.
- Su estructura de mercado y el potencial demográfico les hace especialmente idóneos.

- La oportunidad del ciclo económico (correlación) y el proceso de consolidación y liberalización del sector financiero.
- El bajo grado de bancarización y acceso a los servicios financieros entre la población es aún limitada, diferenciándose entre países y tipos de clientes.
- La madurez del negocio tradicional de banca en España, y el estrechamiento de los márgenes financieros operativos.
- Los elevados márgenes de intermediación en los países latinoamericanos.
- La IED del resto de los sectores económicos españoles en América Latina y el volumen de comercio realizado entre España y Latinoamérica.

Por estos y otros motivos, América Latina se constituyó en el referente natural para la internacionalización de la banca española. Ahora bien, si todos los motivos anteriores invitan al optimismo, debemos tener muy presente las debilidades, como son las sucesivas crisis financieras y económicas, la inseguridad jurídica, la inestabilidad social y política, así como la recurrente volatilidad de la región y alta vulnerabilidad ante el entorno económico internacional, factores que aconsejan tener un horizonte de prudencia.

Si bien se ha apuntado anteriormente, es justo destacar que actualmente se dan unas circunstancias económicas excepcionales, las cuales están impulsando un continuado periodo de crecimiento²³, favorecedor del buen desempeño del negocio bancario. Le

²⁰ La bancarización la podemos definir como la ratio del tamaño del crédito de un país respecto al tamaño de su economía, México presenta niveles cercanos al 25 por ciento, Colombia al 40, Brasil al 30, frente al 90 por ciento de Estados Unidos y 98% de España.

²¹ Para más detalle: Calderón y Casilda, 1999 y Casilda, 2002.

²² Mientras que la economía española se desacelera como consecuencia de la crisis financiera provocada por las hipotecas *subprime* (hipotecas basura), la latinoamericana se encuentra creciendo a ritmos superiores del 4 por ciento, en tanto que España ha caído hasta el 2 por ciento.

²³ América Latina ha comenzado el siglo XXI con la expansión más pujante desde los años setenta y unas perspectivas económicas claramente favorables. Durante el 2006 el crecimiento del PIB fue del 5,6% y un de 5% para 2007, estimándose que para 2008 crecerá un 4,6%, observándose una menor dispersión entre países (CEPAL, 2007). De confirmarse estos pronósticos, 2008 será el sexto año de crecimiento consecutivo y el producto por habitante de la región habrá acumulado un aumento del 20,6%, equivalente a más de un 3% anual. Este período se está conformando como el de mayor crecimiento del PIB por habitante desde los años ochenta. Para más detalle, véase Casilda, 2007.

permite expandirse y penetrar con intensidad en mercados como el de las pymes y el crédito hipotecario, aunque este último se encuentra hoy en día menos desarrollado. Por todo lo cual, América Latina se convierte en un mercado crucial dado el papel dinámico que representa para la expansión internacional de la banca española que por fin se han convertido en verdaderas multinacionales.

5. EL CASO BBVA: LA EXPANSIÓN INTERNACIONAL EN AMÉRICA LATINA Y EE.UU.

5.1. Los primeros pasos de la expansión internacional

El Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) inició su expansión internacional hace más de un siglo. El Banco Bilbao (BB) es la primera entidad bancaria que comienza su internacionalización en 1902; inauguró una sucursal en París (la primera de un banco europeo) y en 1918 en Londres (la primera de una entidad española), y comenzó su periplo en América Latina hacia 1968, año en que el BB abrió su primera oficina de representación en Panamá.

Durante los años 70, el BB, el Banco de Vizcaya (BV) y el Banco Exterior (BEX) se fueron configurando como grupos internacionales, con la instalación de oficinas operativas y de representación en las principales capitales financieras de Europa, América y Asia. Durante estos años, el Banco de Bilbao adquirió el Banco Internacional de Andorra, y creó filiales en Jersey, Panamá, Alemania y Suiza. Por su parte, el Banco de Vizcaya había participado en 1920, junto a otros bancos españoles, en la constitución en París de los Bancos Francés y Español. Después, desarrolló un proceso de internacionalización absorbiendo los negocios y participaciones del Banco Occidental: en Puerto Rico se hizo con el Banco Comercial de Mayagüez, y en Bélgica con Gesbanque. A estas adquisiciones se sumaron las

oficinas que abrió en ciudades como Milán y Nueva York.

Por su parte, el BEX fijó su atención durante sus primeros años (1929-1935) en las zonas de influencia española en África. A partir de 1940 asumió el papel de representante financiero del Estado Español en el exterior: adquirió el Banco español en París, el Banco Español en Londres y, tras la independencia de Marruecos en 1956, la sucursal en Casablanca del Banco Español en París.

La presencia del BEX en Estados Unidos se remonta a 1946, cuando creó la filial Interchange Commercial Corporation. En 1977 amplió su presencia al adquirir, en subasta, Century National Bank & Trust Company, y en 1980, creó EXTEBANK en Nueva York. El BEX completó su presencia en el continente americano instalando nuevos bancos en Panamá y Paraguay (1967), Nicaragua (1977), Chile y Ecuador (1978), Argentina (1980) y Uruguay (1981).

Transcurridos tres decenios desde que el sistema financiero español iniciara su modernización y liberalización con la reforma de Fuentes Quintana (1977)²⁴, y confirmada su solvencia económica y fortaleza competitiva (una vez integrado plenamente en el seno de la Unión Europea), BBVA inició un proceso de diversificación geográfica del conjunto de los negocios, distinguiéndose de manera muy significativa América Latina²⁵.

5.2. El gran salto hacia adelante en la expansión internacional. América Latina

El gran salto en la internacionalización del Grupo BBVA o primera etapa se produjo

²⁴ Para un análisis amplio sobre este período y la reforma del sistema financiero español, véase Casilda, 1997.

²⁵ Para más detalle véase Goirigolzarri, 2008.

mediada la década de los años noventa del siglo XX (gráfico nº1). Hasta esta fecha, a pesar de que la expansión internacional había comenzado en años anteriores, el grueso de los negocios se realizaba o tenía su base en España. Sin embargo, como se ha apuntado, el mercado español se encontraba en una fase avanzada de madurez, por tanto, se hacía necesario iniciar un proceso de diversificación geográfica de conjunto o lo que es lo mismo, iniciar una expansión internacional.

Entre las diferentes posibilidades estimadas, América Latina era la región que, en aquel momento, ofrecía mejores perspectivas como destino de expansión, tanto por las razones citadas como por las características potenciales propias que ofrecía la región para el negocio bancario, especialmente las demográficas. En Latinoamérica había más de 450 millones de personas, atendidas por sistemas financieros, en general, caracterizado por su escaso nivel de desarrollo y capitalización, reducida eficiencia de sus estructuras productivas y gran retraso tecnológico, además de una escasa presencia de grupos financieros internacionales.

El BBVA²⁶ comienza su presencia en este continente con la toma de control del Banco Continental en Perú, el de Probusa en México (1995), el Banco Ganadero en Colombia, el Banco Francés de Argentina (1996), el Banco Provincial en Venezuela (1997), el Banco BHIF de Chile (1998), Banco Excel Económico de Brasil (1998) y definitivamente con la gran operación en México, la adjudicación total del Bancomer (2000). La adquisición de paquetes de control mayoritarios de entidades financieras locales permitió hacerse con la gestión de las mismas

y conseguir una rápida expansión desarrollando el conocimiento, arraigo y experiencia del socio local.

Desde entonces²⁷ el compromiso con América Latina no ha dejado de crecer. Tanto para el BBVA, como para las demás empresas españolas que han apostado por esta región, este breve período²⁸, que ha sido intenso y fructífero, ofrece importantes lecciones para el aprendizaje en la gestión de inversiones extranjeras directas²⁹.

5.3. El proceso de expansión internacional en América Latina

Como señala el Consejero Delegado del BBVA, José Ignacio Goirigolzarri: «el origen de este proceso se encuentra en la última década del siglo pasado. Muchos han sido los factores que se han señalado como los principales desencadenantes del mismo, pudiendo distinguirse entre aquellos que propiciaron la apertura al exterior del BBVA, y, como de otras tantas empresas españolas, de aquellos desencadenantes que determinaron que América Latina se convirtiera en el destino principal de nuestras inversiones»³⁰.

Sin duda, el establecimiento de un área monetaria única y la introducción del euro en 1999 han sido de una enorme trascendencia para los intereses de un país de mediano tamaño como España³¹, ambos se han convertido en una poderosa herramienta de penetración en estos y otros mercados, como el norteamericano. El euro favoreció la internacionalización de los ban-

²⁷ El mejor testimonio lo ha brindado la crisis de Argentina, donde se comprobó la voluntad inequívoca de permanencia por parte del Grupo BBVA.

²⁸ Para un análisis y valoración de este período puede consultarse, Casilda, 2002.

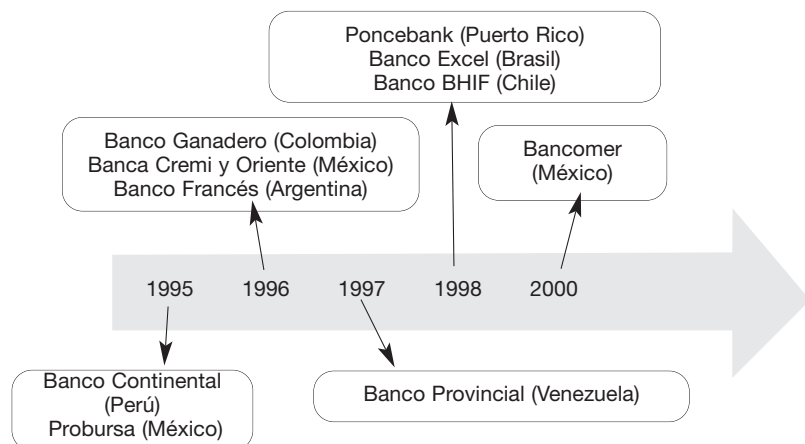
²⁹ Casilda, 2008.

³⁰ Goirigolzarri, 2008.

³¹ En esas fechas España tenía un PIB en torno a los 600.000 millones de euros (2000).

²⁶ Banco Bilbao se fusionó con el Vizcaya en 1988, dando origen al Banco Bilbao Vizcaya (BBV) y el 19 de octubre de 1999 lo hizo con Argentaria por lo que se creó Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA).

Gráfico n.º 1

La primera etapa de la expansión en América Latina del BBVA

Fuente: BBVA

cos españoles fundamentalmente por la creciente apertura comercial y la mayor eficiencia del sistema económico y financiero, logrado por la desregulación y una mayor competencia exterior, un entorno de tipos de interés bajos, y la recepción de importantes transferencias de capital, gracias a las políticas de cohesión interregional de la Unión Europea. En el contexto de este proceso de liberalización, las empresas españolas comienzan a abrirse al exterior a la búsqueda de oportunidades de crecimiento superiores a las de los mercados locales, ayudados por una financiación con bajos tipos de interés.

En este contexto, América Latina emerge como una oportunidad histórica, cuyo aprovechamiento se confirma actualmente, al tener un crecimiento medio del PIB durante el período 2003-2007 por encima del 4%, superior al de otros países desarrollados como el español, en niveles medios del 2,8% o de la Unión Europea, ligeramente por encima del 2%. Además, como ya se ha señalado, las características demográficas de la

región (una variable muy apreciada para el negocio bancario) tienen un atractivo adicional por su perfil de crecimiento³². Por otro lado, los bajos niveles de bancarización de la zona y los altos márgenes de intermediación le confieren un enorme recorrido potencial.

A todo lo anterior habría que añadir el importante factor, ya señalado, de la cercanía cultural y lingüística³³, factores determinantes para el buen entendimiento humano, la rapidez de las inversiones, así como el despliegue y adaptación de productos, servicios financieros, plataformas tecnológicas y técnicas de gestión que permiten enormes ganancias de eficiencia al poder realizar las transferencias del conocimiento de una manera más sencilla y directa dentro de la organización.

³² El aumento de la población de América Latina para el 2050 es de 200 millones de personas.

³³ Ramón Casilda Béjar. Una década de inversiones españolas en Iberoamérica (1999-2000), en *El Español en el Mundo*.

En este contexto se produce el proceso de expansión internacional de BBVA hacia América Latina, que supuso una IED durante la primera etapa de 10.200 millones de euros, con una presencia en 14 países (gráfico nº 2). Esta nueva situación representaba una fase en la que la fisonomía del BBVA había cambiado de manera sustantiva. Si al comienzo de este período (1995), sólo un 7% de la plantilla y un 6% de las oficinas se situaban fuera de España, dichos porcentajes superaban el 70% y 60% respectivamente a finales del año 2000.

Siguiendo con la estrategia que condujo a la expansión internacional del Grupo BBVA hacia América Latina, como bien se describe en el trabajo señalado de José Ignacio Goirigolzarri: «A la primera fase de construcción de la franquicia latinoamericana en donde la implantación de unas adecuadas infraestructuras se erigía como uno de los principales objetivos en cada país a los que se llegaba, le seguía una etapa caracterizada por la búsqueda de la uniformidad, como garantía de la integridad corporativa del Grupo, basada en cuatro pilares: modelo de negocio, gestión financiera, tecnología y políticas de recursos humanos».

Acometida esta primera etapa de expansión, se abrió paso una segunda etapa, que además coincidió con una serie de factores externos e internos que condicionaban la estrategia futura. En el caso de los factores externos, destacan una serie de elementos del entorno como son: la reducción de los tipos de interés, fruto de la convergencia de España con el espacio monetario único europeo, que como bien se ha documentado y analizado en diferentes trabajos y estudios, cambiaría de forma muy importante la

forma de hacer banca en el mercado nacional; las crisis financieras de los años 1998 y 2001; y el estallido de la burbuja tecnológica, incrementándose de forma extraordinaria la volatilidad de los mercados, y como consecuencia, la aversión al riesgo.

En el caso de los factores internos, el Grupo se ponía a prueba, pues debía asimilar la fuerte internacionalización que se había acometido en un breve espacio de tiempo, a la vez que se realizaba el proceso de integración derivado de la fusión del BBV con Argentaria³⁴ (BBVA). Por todo ello, este período de consolidación se caracterizaría por inversiones selectivas, y por ser una etapa de ajuste y mejora del modelo de negocio, reforzando su orientación a la creación de valor.

Con la recuperación de la confianza de los mercados a partir de 2003, comienza un nuevo proceso de reactivación de las inversiones en la región, que se hizo efectiva con la adquisición del 100% del capital del Bancomer e Hipotecaria Nacional (México, 2004), a la que siguió la adquisición de Granahorrar³⁵ (Colombia, 2005). Un período que llega hasta nuestros días con la adquisición de la financiera Forum (Chile, 2006), añadiendo a estas adquisiciones otros 3.700 millones de euros de inversiones en la región, sumando un total de 14.332 millones de dólares (2008).

5.4. El BBVA en América Latina. Presencia, inversiones y posiciones alcanzadas

Para una visión de conjunto, hay que señalar que el BBVA está presente en la mayor parte de los países de América Latina: México, Brasil, Argentina, Chile, Venezuela, Perú, Colombia, Panamá, Paraguay, Uruguay y

³⁴ Argentaria, se configura en 1991 a partir de la integración de distintas entidades de la banca oficial, surgidas a finales del siglo XIX y principios del XX, entre las que destacan el Banco Exterior de España, Banco Hipotecario y la Caja Postal, como principales integrantes.

³⁵ La mayor entidad hipotecaria que ha permitido ser líder en este mercado.

Gráfico n.º 2

La presencia en América Latina del BBVA



Fuente: BBVA

Puerto Rico, tanto en el negocio bancario como de seguros y pensiones, totalizando una inversión hasta la fecha, que asciende a 14.332 millones de dólares (cuadro n.º 2)

Actualmente, el BBVA tiene una posición de líder en los mercados donde opera, estando en todos los casos entre las primeras cinco entidades de cada país (cuadro n.º 3).

En el caso de México, el BBVA ocupa una posición especialmente importante. BBVA Bancomer es líder indiscutible en todas las áreas de negocio, con unas cuotas de mercado superiores al 25% en casi todos los segmentos, y supone en la actualidad más del 30% del beneficio del Grupo BBVA.

Respecto al «mercado de pensiones», destaca su estrategia persistente de pene-

tración, que le ha llevado al liderazgo del sector, afianzado tras la venta de este negocio por parte del SANTANDER. El BBVA, administra las pensiones de 12,4 millones de personas (2008), por medio de las administraciones de fondos de pensiones con las que cuenta en siete países, que le proporcionan una cuota del 18% del total de afiliados. El patrimonio gestionado alcanza los 63.489 millones de dólares (2008), que suponen el 23% de los recursos totales del sistema de pensiones latinoamericano.

Aquí también destaca su fuerte presencia en México, con una cuota de mercado del 16,9% administrado a través de Bancomer; en Argentina cuenta con el 18,3% administrado por la gestora Consolidar; Colombia 17,1% con Horizonte; Perú otro 22,8% con Horizonte; Chile el 30,8% con Provida; Bo-

Cuadro n.º 2
Inversión en Latinoamérica del Grupo BBVA
 (incluye negocios bancarios, de pensiones y de seguros)
 (en millones de dólares)

	Inversión
Argentina	1.668
Chile	1.050
Colombia	1.699
Panamá	25
Paraguay	27
Perú	292
Uruguay	58
Venezuela	773
Total América del Sur	5.600
México	8.731
Total Latinoamérica	14.332

Fuente: BBVA

livia el 53% con Previsión, y en Ecuador con el 79,8% ocupa el primer puesto al igual que en Bolivia y Chile.

Otra área donde BBVA ha consolidado su posición de líder es el negocio de banca al por mayor (empresas) e instituciones en América del Sur, gestionando el 20% de recursos gestionados. Esta posición permite participar muy activamente en los incrementos de los flujos comerciales y de capital entre los países emergentes de Asia como China e India, con regiones como Europa y Estados Unidos.

5.5. Beneficios de la expansión internacional en América Latina

Los beneficios han sido varios y diferentes, pero todos ellos, indudablemente, positivos. En primer lugar, el BBVA ha tenido acceso a mercados de mayor crecimiento, cuestión ésta de vital importancia en tanto que innumerables estudios demuestran que para obtener combinaciones de rentabili-

dad-riesgo superiores a los de la media, es absolutamente necesario disponer de un atractivo posicionamiento geográfico y de negocio, con presencia en mercados de crecimiento potencial superior al del sector.

Por otro lado, se ha obtenido una relevante diversificación geográfica de ingresos, lo que unido a la correlación asimétrica entre el ciclo económico de la región y la española, confiere una ventaja desde el punto de vista de la gestión del riesgo cíclico. Asimismo, dada la condición de segundo grupo bancario por cuota de mercado en la región, el BBVA ha conseguido un mayor protagonismo en el panorama bancario mundial.

Tener y mantener una franquicia extraordinariamente sólida en la región ha constituido una ventaja que ha permitido abordar la muy interesante expansión del Grupo hacia Asia y EE.UU., asignaturas pendientes que definitivamente permiten pasar de ser un grupo multilocal a otro verdaderamente global. De esta manera, aprove-

Cuadro n.º 3

Cuotas de mercado América del Sur y México del Grupo BBVA
(en %)

	Depósitos		Créditos		Fondos de pensiones*	
	Ranking	Cuota	Ranking	Cuota	Ranking	Cuota
Argentina	1º	9,7	2º	8,2	2º	18,2
Chile	4º	8,2	4º	8,8	1º	30,8
Colombia	4º	11,6	4º	11,1	3º	17,1
Ecuador	-	-	-	-	1º	79,8
México	1º	27,9	1º	30,8	2º	16,9
Paraguay	2º	15,8	1º	19,9	-	-
Perú	2º	23,1	2º	25,6	3º	22,8
Uruguay	5º	8,6	5º	9,3	-	-
Venezuela	4º	9,5	4º	12,1	-	-

* Por patrimonio

Datos a septiembre 2007, salvo Fondos de Pensiones Ecuador y México (agosto 2007)

Fuente: Bancos Centrales y Organismos reguladores.

chando la fuerte posición en México³⁶, el BBVA se propuso extender su negocio y presencia más allá de la frontera, explorando la parte norteamericana colindante con México.

Esta ampliación del negocio cuenta con indudables sinergias como es el caso del interesante mercado de las remesas, que le llevó a dar un paso muy importante, el crear una potente franquicia: Bancomer Transfer Services (Greenspoint, Texas), que en poco tiempo se convertiría en líder del mercado dentro del corredor México-EE.UU.³⁷ con

una cuota del 40%³⁸. A continuación, y tras constatar la evidente ventaja que suponía esta fortaleza, se dió un paso más con la compra de sendos bancos norteamericanos³⁹. En California fue el Valley Bank, en el que la estrategia diseñada consistió en poner en marcha un programa piloto de banca básica para inmigrantes de primera generación, y en Texas fue el Laredo Bank, que ofrecía la posibilidad de alcanzar una posición de privilegio para financiar el importante comercio fronterizo entre

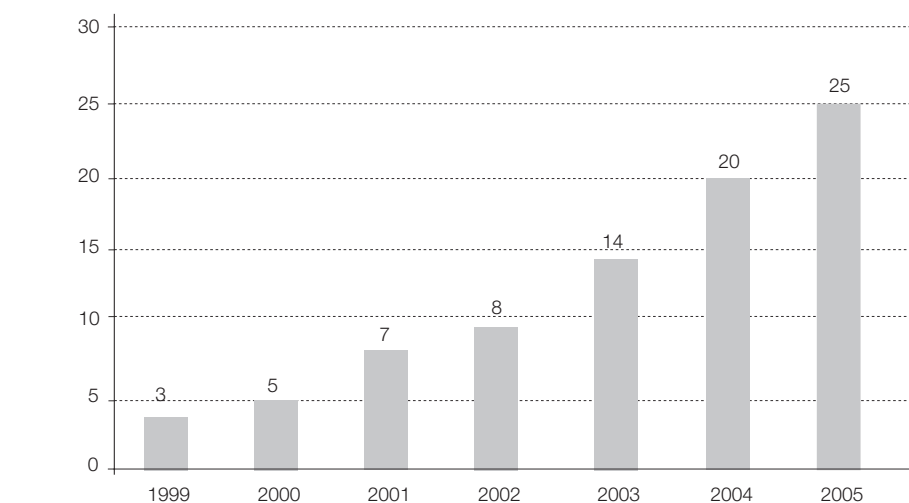
³⁶ BBVA ocupa una posición de liderazgo en todas las áreas de negocio, con cuotas superiores al 25% en la mayoría de los segmentos, y supone en la actualidad más del 30% del beneficio del Grupo BBVA.

³⁷ Los hispanos (mayoritariamente mexicanos y centroamericanos) representan el 60% del total de inmigrantes que anualmente recibe Estados Unidos. La población hispana se ha convertido en 2007 en la primera minoría también por poder adquisitivo, superando a los afroamericanos. Todo ello acompañado con un incremento en el número de empresarios y de altos directivos hispanos en compañías netamente norteamericanas.

³⁸ En EE.UU. está presente en más de 35.000 puntos de venta de terceros, cubriendo todos los estados. En México cuenta con más de 2.000 puntos.

³⁹ Hasta el 2006, la IED española acumulada en EE.UU. ascendía a 15.000 millones de dólares. Solo en este año se invirtieron 6.000 millones de euros, un 11,1% del total de lo invertido, que situó a Estados Unidos como el segundo país receptor de inversión directa española, tan sólo detrás del Reino Unido. Por regiones, las principales se encuentran localizadas en Florida, aunque recientemente (2007) se empiezan a distribuir por Texas y California, el Noreste y la zona de los Grandes Lagos. Por distribución sectorial, el sector financiero representa el 65% de la inversión total.

Gráfico n.º 3
Exportaciones de Latinoamérica a China
 (en billones de dólares EE.UU.)



Fuente: BBVA

Texas⁴⁰ y México. Posición que se reforzó con la adquisición de otros dos bancos tejanos: Texas Regional y State Nacional.

Otro de los beneficios que aporta la región lo constituye el liderazgo del BBVA en *Project Finance* y *Trade Finance*, actividades que ofrecen oportunidades de «triangular» operaciones, en la medida que crecían de manera exponencial las relaciones comerciales entre Asia y América Latina (gráfico n.º 3). Esta situación le ha otorgado una sustancial ventaja competitiva para abordar la expansión de la franquicia de banca mayorista a la región asiática⁴¹, destacando países como Japón, Indonesia,

Singapur o India, y que culminaría en 2006 con el acuerdo estratégico con CITIC Group en China, por el cual BBVA y CITIC Group se convierten en socios para el desarrollo de los negocios de banca minorista y mayorista, al tiempo que crean una plataforma con importantes fortalezas y sinergias para afrontar el crecimiento del mercado de servicios financieros en Asia y, de forma específica, en China.

Este acuerdo sitúa al BBVA en el selecto club de los bancos europeos que han logrado entrar en el mercado chino. China continúa siendo el país más poblado del mundo, está por delante de la India en potencial de crecimiento, con unas tasas medias cercanas al 10% durante los últimos 25 años la han consolidado como cuarta economía mundial. Con un PIB de 3,2 billones de dólares (octubre, 2007), se encuentra tan solo por detrás de EE.UU. (13,7 billones de dólares), Japón (4,3 billones de

⁴⁰ Laredo es el cuarto mayor puerto «seco» de Estados Unidos, y supone un excelente emplazamiento para aprovechar las oportunidades del comercio con México, siendo Texas su primer socio comercial.

⁴¹ Según las previsiones del banco Asiático de Desarrollo, el crecimiento ha sido en 2007 del 8,3% y de un 8,2% para 2008. Asia representa el 23% del comercio mundial, y es el primer acreedor del Banco Mundial.

Cuadro n.º 4

**BBVA-USA. Principales magnitudes
(2007)**

	Compass Bancshares (1)	Puerto Rico	BFH (2)	BBVA USA
Activos (4)	57,3	6,6	0,3	64,1
Préstamos (4)	33,5	4,2	0,04	37,8
Depósitos (4)	35,2	3,0	0,1	38,3
Empleados (5)	12,2	1,1	0,3	13,7
Sucursales	582	53	32	667

BBVA USA es franquicia líder en el Sunbelt (3)

(1) Los datos del Compass Bancshares están consolidados pro-forma e incluye las cifras de: Compass Bank, Laredo Nacional Bank, State Nacional Bank y el Texas State Bank y filiales.

(2) El Bancomer Financial Holdings (BFH) incluye el anterior Valley en California y el Bancomer Transfer Services (BTS)

(3) Sunbelt: zona geográfica formada por los Estados del Sur y del Sudoeste de EE.UU.

(4) Miles de millones.

(5) Miles de empleados.

Fuente: Company Reports

dólares), y Alemania (3,2 billones de dólares) y se sitúa por delante de potencias como Reino Unido⁴². El BBVA aspira a tener una presencia dinámica y fuerte, habiendo invertido (2007) un total de 1.180 millones de euros. Es la única entidad financiera española y latinoamericana con total capacidad operativa en el gran país oriental.

5.6. **El BBVA en los nuevos mercados en crecimiento: EE.UU. y Asia**

El BBVA orienta su estrategia de expansión desde lo que hoy constituyen las áreas de crecimiento de BBVA: España, México, América del Sur, donde tiene una posición

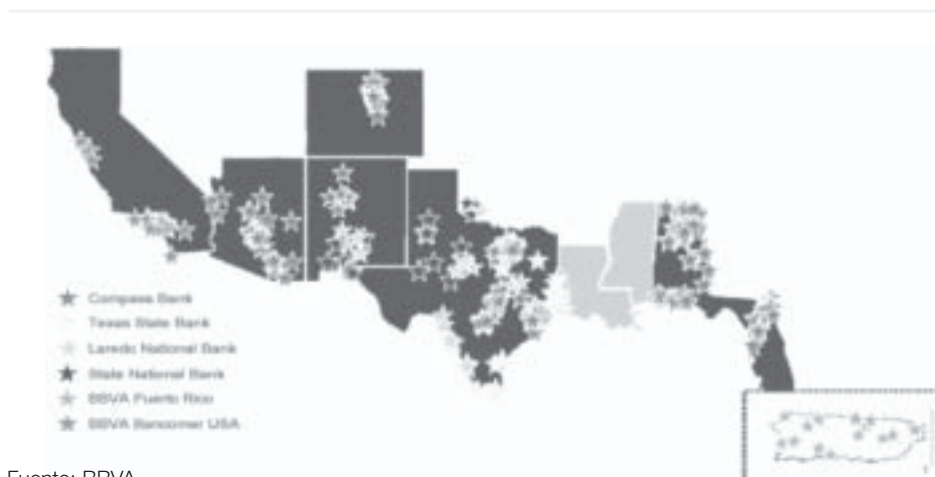
de claro liderazgo, hacia aquellas áreas donde haya más y mejores oportunidades de crear valor. Por eso, ha colocado el foco principal de su estrategia en aumentar su presencia en las zonas de mayor crecimiento del mundo: EE.UU. y Asia, en las que ha hecho grandes progresos que le han permitido afianzarse globalmente.

La incorporación de Compass al Grupo BBVA hace de BBVA USA una plataforma única en Estados Unidos. El nuevo BBVA USA, tal y como muestran los cuadros n.º 4 y 5, cuenta con 667 oficinas repartidas en siete estados, de Florida a California, a los que hay que añadir Puerto Rico, casi 14.000 empleados y 64.000 millones de dólares en activos.

La estrategia de adquisiciones en la región fronteriza entre Texas y México le hizo fortalecerse ampliamente en la zona, hasta convertirse en el primer banco regional en Texas, lo que, definitivamente, le faci-

⁴² China es el primer receptor mundial de IED, y uno de los principales inversores del planeta junto a Japón. Los últimos datos indican que será la tercera economía mundial en 2008 o principios del 2009 cuando supere a la economía alemana.

Gráfico n.º 4
BBVA-USA. Localización geográfica



Fuente: BBVA

litó la compra de Compass (2007), banco que tiene una sólida posición en el Sun Belt (franja que recorre desde California a Florida), la zona más atractiva por su crecimiento, con casi 100 millones de habitantes y previsión de 130 millones en 2030. Está construyendo una plataforma única en esta región del Sun Belt, con unos 35.000 millones de euros en activos, 662 oficinas y un potencial de crecimiento muy superior al de la media de los EE.UU. A modo de ejemplo, cabe mencionar que el crecimiento poblacional esperado para el período 2005-2011 en la zona es del 11,7% frente al 6,7% de la media nacional. En EE.UU. se ha conseguido, pues, una situación de liderazgo en tan sólo tres años, donde se han invertido un total de 13.000 millones de dólares, incluidos los casi 350 millones invertidos en Puerto Rico.

BBVA-USA se ha situado, en menos de cuatro años desde su nacimiento, como la mayor institución financiera en la región del Sun Belt. Es líder regional en las principales áreas metropolitanas de Texas, ocupando el puesto tercero en el estado de Alabama, el

quinto en Arizona y octavo en Nuevo México, contando además con presencia importante en los estados de Florida y Colorado.

El nuevo BBVA-USA figura entre los 20 primeros bancos –por capitalización bursátil– del mayor mercado financiero del mundo. BBVA-USA supone un gran paso adelante, y se ha convertido en una plataforma potente desde la que lanzar su futuro crecimiento en EE.UU. proyectando el modelo BBVA.

Durante el año 2008, la principal prioridad del Grupo BBVA en Estados Unidos será llevar a cabo la integración de sus diferentes franquicias. En una primera fase, se integrarán las tres que conforman Tristar dentro de Compass, para después culminar el proceso con la integración del nuevo Compass dentro del BBVA.

6. CONCLUSIONES

BBVA, en tan sólo una década, ha dejado de tener implantación exclusivamente en España para consolidarse como una franquicia internacional de referencia mundial

Cuadro n.º 5
BBVA USA. Inversión total en EE.UU.

Total inversión (Millones de dólares)	
Valley Bank	17
Laredo National Bank	901
Texas Regional Bank	2.134
State National Bank	484
Compass Bank	9.115
Total Inversión en EE.UU.	12.650
Banco Francés	348
Total Inversión BBVA-USA	12.999

Fuente: BBVA

situada en 31 países, repartidos en 4 continentes, superar las 8.000 oficinas y con más del 70% de sus 111.000 empleados fuera de España, localizados preferentemente en América Latina, donde tiene presencia en 14 países.

BBVA, durante todo este tiempo, ha llevado a cabo un extraordinario proceso de internacionalización, que se puede dividir en dos etapas bien diferenciadas: la expansión internacional en América Latina, y posteriormente, la profundización geográfica que le ha llevado desde el mercado norteamericano al asiático, que le permiten operar globalmente

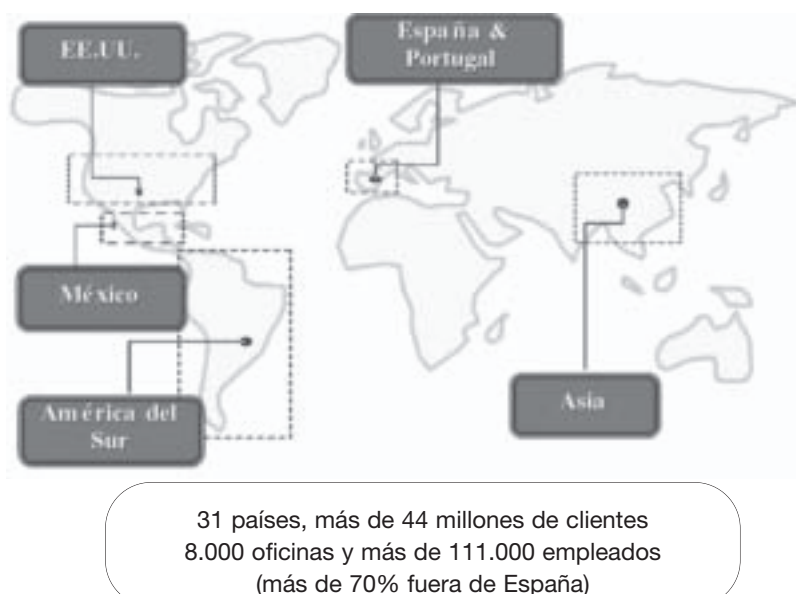
BBVA, en la primera etapa 1995-2003, inició la gran diversificación geográfica de todos sus negocios, como respuesta al avanzado proceso de madurez y consolidación en el que se encontraba el mercado español. En ese contexto, la expansión tuvo lugar en América del Sur y México, zonas que ofrecían las mejores perspectivas, por su afinidad cultural, la baja bancarización, los altos márgenes de intermediación, demografía creciente, y el crecimiento potencial de sus economías.

BBVA inicia su segunda etapa a partir del 2004 hasta la actualidad, donde ha puesto en marcha una estrategia en la que el proceso de internacionalización se orienta a mercados de alto crecimiento. Así, tras consolidar su liderazgo en España, México y América del Sur, quiere ahora aplicar su modelo en aquellas áreas del mundo donde haya más oportunidades de crear valor.

BBVA considera a los mercados de EE.UU. y Asia prioritarios, como zonas del mundo en las que ha realizado grandes progresos. En EE.UU. y, tras una primera fase de aproximación, apoyada en el liderazgo de Bancomer en México y con el foco en el mercado hispano decidió extender su modelo de banca universal al conjunto de la franja sur de EE.UU. con la creación del BBVA USA, que se sitúa entre las 20 principales entidades financieras de EE.UU. y como primer banco regional del Sun Belt, la zona más atractiva y de mayor crecimiento de EE.UU.

BBVA respecto al mercado asiático entró en el momento más idóneo, en pleno crecimiento económico y de apertura del sistema financiero chino. La estrategia que ha

Gráfico n.º 5

Presencia internacional del Grupo BBVA

Fuente: BBVA

sido directa y transparente en todo momento, se basa en la apertura de sucursales en las principales plazas financieras del continente y, en el caso específico de China, en una alianza con un socio local importante, como es CITIC Group. Este acuerdo le convierte en uno de los bancos globales con mejor posición en la zona, y uno de los seis bancos en todo el mundo en lograr una alianza estratégica con uno de los principales bancos chinos.

BBVA mantiene su apuesta firme por América Latina, demostrando un profundo compromiso económico, pero también social, que se ha manifestado, por ejemplo, al promover proyectos sociales y humanitarios, destacando entre otros el Programa de becas de apoyo a la trayectoria escolar a niños y jóvenes de familias con recursos escasos en México; el Programa dirigido a

la prevención contra las adicciones a drogas a través de la educación en valores, en colaboración con la Fundación de Ayuda contra la Drogadicción, también en México; o el Proyecto Papagayo, dirigido a la promoción de la lectura y la educación basada en valores de responsabilidad y esfuerzo, diálogo y trabajo en equipo entre estudiantes de educación básica en Venezuela, y el continuado apoyo a la Ruta Quetzal de indudable reconocimiento y arraigo en la región.

BBVA considera la bancarización un factor determinante de contribución al progreso y la mejora del futuro de la población. Su efectividad implica una evidente reducción de precios, nuevos productos y servicios financieros adaptados a la idiosincrasia de los distintos países. Por ejemplo, en México se estima que el potencial de bancarización

supera los 30 millones de personas, de las cuales la mayoría forma parte del segmento de más bajos ingresos. Cómo hacerle frente, claramente lo expresa José Ignacio Goirigolzarri: «debemos dar respuesta con innovadores modelos de negocio, basados fundamentalmente en las transacciones electrónicas, relegando a un segundo lugar la operativa en la oficina bancaria como ha sido característico en los modelos de negocio bancario tradicionales». Aunque probablemente, el reto más urgente sea incorporar las significativas bolsas de economía informal en el sistema financiero formal.

BBVA contribuye al fortalecimiento del sistema financiero, que contribuye a la mayor estabilidad macroeconómica, un ambiente más favorable para la inversión, lo que, en última instancia, implica un mayor crecimiento económico y mayor bienestar a largo plazo, es decir, un círculo virtuoso económico y social.

BBVA consolida su estrategia de integración de los bancos latinoamericanos, norteamericanos, asiáticos y europeos, mediante la implantación y desarrollo de una política de recursos humanos unificada y flexible. Sobre la base de una estrategia de gestión del talento basada en la generalización de los criterios de selección, rendimiento y

valoración funcional, con el apoyo de herramientas de formación como el Proyecto CONOCE⁴³, caracterizado por la implantación del *eLearning* como canal formativo global para el Grupo, dirigiéndose esta política hacia la globalización de la cultura y de las competencias en un proceso general de transformación e innovación en la aplicación de las políticas de recursos humanos hacia todas las personas que constituyen el Grupo BBVA.

BBVA, ha sabido aprovechar sus fortalezas y ventajas competitivas para llevar a cabo con éxito su proceso de internacionalización en América Latina, en una primera fase y en la fase actual que se extiende a EEUU y Asia, que le fortalece como grupo global, innovando organizativamente e impulsando actividades transformadoras del negocio bancario desde una visión de futuro y concepción global, pero siempre manteniendo su enfoque y arraigo local.

BBVA, desde su estrategia y valores corporativos, pretende afianzarse como un grupo líder que se anticipa a las exigencias de los tiempos, para cubrir eficientemente las nuevas demandas y hábitos de los clientes, innovando y creando valor desde su posición global, pero manteniendo su enfoque local.

⁴³ Este ambicioso e innovador proyecto de formación global se encuentra liderado por una asociación estratégica constituida por el Instituto Tecnológico de Monterrey, centro universitario de amplio reconocimiento internacional y líder en México y América Latina y la empresa privada española de consultoría, líder en formación *eLearning*; CADMO Conocimiento e Indra Sistemas como socio tecnológico. Esta asociación en sí misma constituye una innovación en la distribución del conocimiento, la formación y el aprendizaje

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CALDERÓN HOFFMANN A. Y CASILDA BÉJAR R. (1999): «Grupos financieros españoles en América Latina: Una estrategia audaz en un difícil y cambiante entorno europeo.» *Serie Desarrollo Productivo*, 59. CEPAL. Santiago de Chile, 1999.
- CALDERÓN HOFFMANN A. Y CASILDA BÉJAR R. (2000): «La estrategia de los bancos españoles en América Latina». *Revista de la CEPAL*, 70. CEPAL, Santiago de Chile.
- CASILDA BÉJAR R. (1992): *Sistema Financiero Español*. Banca y Cajas de ahorros ante un entorno competitivo. Alianza Editorial (LB) Madrid.
- (1996): «Economía de América Latina». *Revista Situación Banco Bilbao Vizcaya*, 1. Bilbao.
- (1997): *La banca española. Análisis y evolución*. Editorial Pirámide. Madrid.
- (2001): «Una década de inversiones españolas en Iberoamérica (1990-2000)», en *El español en el mundo: anuario*. Instituto Cervantes.
- (2002): *La década dorada. Economía e inversiones españolas en América Latina 1990-2000*. Ediciones de la Universidad de Alcalá. Madrid, 2002.
- (2007): «El crecimiento se instala en América Latina» en *Revista de bolsas y mercados españoles*, 168: 68-73.
- (2008): *La gran apuesta. Globalización y multinacionales españolas en América Latina. Análisis de los protagonistas*. Ediciones Granica. Barcelona.
- CASILDA BÉJAR R.; LAMOTHE FERNÁNDEZ, P. y MONJAS BARROSO M. (1999): *La banca y los mercados financieros*. Capítulo 13 en adelante. Alianza Universidad Textos. Madrid.
- CASILDA BÉJAR R, Y SOTELSEK SALEM, D. (2002): «Una reflexión en torno a la situación y perspectivas de América Latina». *Información Comercial Española*, 799: 71-90.
- CEPAL (2008). *La economía de América Latina y el Caribe 2007*. Santiago de Chile.
- FUNDACIÓN ESTUDIOS FINANCIEROS (2008): «Internacionalización de la empresa española: El caso BBVA». *Observatorio de gobierno de la economía internacional*. Madrid.
- GOIRIGOLZARRI, J.I. (2008). «BBVA: Huellas y perspectivas en América Latina» en *La gran apuesta, globalización y multinacionales españolas en América latina. Análisis de los protagonistas*. Ediciones Granica. Barcelona.

Un análisis comparativo de la vivienda en Europa

El objetivo del trabajo es poner de manifiesto las diferencias y similitudes de la vivienda residencial en los principales países de la Unión Europea. El análisis se enfoca desde una perspectiva comparativa y se divide en dos partes. En primer lugar se muestra la estructura del régimen de tenencia en cada país para distintos momentos del tiempo. En segundo lugar, se utiliza un modelo probit binomial para caracterizar la vivienda residencial en propiedad frente al arrendamiento. Este estudio descriptivo representa un primer acercamiento a la situación comparada del régimen de tenencia de la vivienda en Europa con la información homogenizada del Panel de Hogares Europeo.

Lan honen helburua Europar Batasuneko herrialde nagusienetako etxebizitzaren ezberdintasunak eta parekotasunak agerian jartzea da. Azterketa konparaziozko ikuspegi batetik bideratzen da eta bi zatitan banatuta dago. Lehenbizi, herrialde bakoitzean denboraren une ezberdinetarako edukitze-erregimenaren egitura erakusten da. Bigarrenik, probit binomial eredu bat erabiltzen da jabetzan den etxebizitza alokairuan denarekiko bereizteko. Azterlan deskribatzaile hau Europako etxebizitzaren eta Etxebizitzen Europako Panelaren informazio homogeneizatuaren arteko konparaketarako hasierako hurbilketa bat da.

The goal of this paper is to highlight the differences and similarities of the residential housing in the main countries of the EU. This analysis is approached from a comparative view and is divided into two parts. The first one shows the structure of the regime of possession in each country in different periods of time. While the second one uses a probit binomial model in order to characterise the residential housing in the property market against the renting market. This descriptive analysis shows a first approach to the compared situation of the housing tenure in Europe with the homogenized information of the European Community Household Panel.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Datos y variables
 3. Distribución del régimen de tenencia: un análisis descriptivo
 4. Estimación de la elección del régimen de tenencia
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: PHOGUE, vivienda, régimen de tenencia

Keywords: PHOGE, residential house, housing tenure.

N.º de clasificación JEL: C41, D19

1. INTRODUCCIÓN

La vivienda residencial resulta un bien esencial en el ámbito familiar y de gran trascendencia en el ámbito económico-social de cualquier país. Por este motivo, los problemas relacionados con este bien de primera necesidad han resultado siempre de gran interés para distintos colectivos sociales como, jóvenes en edad de emanciparse, políticos, inversores, y proveedores de servicios relacionados con su conservación y acondicionamiento.

Al profundizar en cuestiones relacionadas con la vivienda residencial, la elección del régimen de tenencia se ha revelado como una de las principales decisiones del hogar, que en gran medida condiciona otro

tipo de decisiones sobre la vivienda: gastos de renovación y mantenimiento, cambio de mobiliario, etc. Así, por ejemplo, en España: Escudero (1995) y (2001) hace una reflexión sobre la importancia, para los agentes implicados, de conocer las características y necesidades de los hogares en relación a su demanda de vivienda, donde el principal factor condicionante es el régimen de tenencia; Pareja y San Martín (2002) reivindican una política social de vivienda a raíz de la conocida evolución del perfil de tenencia a favor de la propiedad; López (2004) analiza las consecuencias sobre los precios de la vivienda de los incentivos fiscales a la propiedad; Molés y Colom (2006) comparan la elección del régimen de tenencia en el ámbito rural y urbano.

Dado que el estudio comparativo de la vivienda entre países es un tema poco tratado (véase Trilla, 2001 y Tatsiramos, 2006), el objetivo de este trabajo es comparar los principales países europeos (UE-15) en rela-

* Las autoras agradecen las valiosas aportaciones efectuadas por los evaluadores anónimos en el proceso de revisión del artículo.

ción a la asociación existente entre la tenencia y distintas características relacionadas con el hogar, la vivienda y la persona responsable de la misma. El análisis es de carácter descriptivo por lo que nuestra intención no es inferir relaciones causales entre las variables sino mostrar cómo se correlaciona la tenencia y el conjunto de características disponibles en los países considerados en el estudio.

La base de datos utilizada es el Panel de Hogares Europeo (PHOGUE), realizado anualmente entre 1994 y 2001. Este panel, nos permite hacer un seguimiento comparado de la situación de la vivienda entre los países de la UE-15 de una manera detallada y homogénea¹. Asimismo, este tipo de análisis puede servir de referencia para posteriores estudios más profundos sobre el tema.

Para llevar a cabo nuestro propósito, en primer lugar, se estudia la estabilidad en el tiempo de la distribución del régimen de tenencia en cada uno de los países representados en el PHOGUE. Posteriormente, también para cada país, se procede a la estimación de un modelo probit con el fin de identificar el prototipo de hogar y de vivienda que caracteriza la propiedad frente al arrendamiento. Los modelos de elección discreta son los más apropiados para alcanzar el objetivo empírico expuesto dado su sencillez y frecuente aplicación en la vivienda residencial². La novedad aportada en este trabajo es su aplicación a distintos países europeos con información homogénea y en referencia al mismo periodo temporal, lo que hace posible la identificación de las diferencias y similitudes existentes entre ellos.

El esquema de presentación del trabajo es el siguiente. En la sección dos se muestra información relativa a los datos utilizados

así como a las variables de interés. En la sección tres se muestra evidencia sobre la estabilidad temporal de la distribución del régimen de tenencia en los distintos países del PHOGUE. En la sección cuatro se estima un modelo probit para cada país que pretende identificar las características asociadas con la probabilidad de ocupar la vivienda residencial en propiedad frente a arrendamiento. Finalmente, en la sección cinco se comentan las principales conclusiones encontradas en el análisis comparativo realizado.

2. DATOS Y VARIABLES

Para el desarrollo de este trabajo se utiliza el fichero de hogares e individuos del PHOGUE. Se trata de una base de datos estadística que recoge información armonizada sobre el hogar a nivel de 15 países de la Unión Europea bajo la coordinación de la Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat). Para la elaboración del PHOGUE se utiliza la técnica de panel fijo que se desarrolla en un total de ocho olas o ciclos anuales consecutivos, desde 1994 hasta 2001. Si bien este panel se centra en la investigación del hogar y sus miembros, también proporciona información sobre las principales características de la vivienda principal, es decir, de la vivienda que la familia ocupa como residencia habitual.

Además del régimen de tenencia de la vivienda residencial –clasificado en propiedad, arrendamiento y cesión– se analizan tres tipos de variables proporcionadas, respectivamente, en el fichero de hogares y de individuos del PHOGUE: factores de la vivienda, características del hogar y de la persona responsable de la vivienda³.

¹ Algo impensable si tuviésemos que recurrir a encuestas específicas de cada país.

² En España, véase Jaén y Molina (1994), Barrios y Rodríguez (2005) y Molés y Colom (2006) entre otros.

³ En Dinamarca, Finlandia y los Países Bajos no está identificado el responsable de la vivienda, por lo que se utiliza como variable de enlace entre el fichero de individuos y el de hogares a la persona de referencia del hogar. Para Luxemburgo no se dispone de ninguna variable de enlace coherente que nos permita trabajar con los dos ficheros.

Cuadro n.º 1
Descripción y notación de variables del Panel de Hogares Europeo

Variables	Descripción	Notación
Régimen de tenencia	Propiedad Alquiler Cesión	
Problemas internos en la vivienda	Algún problema derivado de: - Falta de espacio - Luz insuficiente - Falta o insuficiencia de calefacción - Goteras - Pobredumbre	P. internos*
Problemas externos de la vivienda	Algún problema derivado de: - Ruidos externos - Contaminación - Delincuencia o vandalismo en la zona	P. externos*
Antigüedad del hogar en la vivienda	Número de años desde su ocupación	Antigüedad
Hijos dependientes	Existencia de hijos dependientes en el hogar	Hijos*
Nivel de ingresos netos anuales del hogar	El hogar está en la 1ª partición cuartílica El hogar está en la 2ª partición cuartílica El hogar está en la 3ª partición cuartílica El hogar está en la 4ª partición cuartílica	(omitida) Ingresos_Q2* Ingresos_Q3* Ingresos_Q4*
Número de ocupados en el hogar	Número de miembros del hogar ocupados	Nº ocupados
Estado civil	Estar casado	Casado*
Sexo	Mujer	Mujer*
Situación profesional	Asalariado	Sitprof*
Edad	Edad del responsable de la vivienda Edad al cuadrado	Edad Edad ²
Educación	Estudios Universitarios Estudios secundarios Estudios primarios	(omitida) Secundario* Primario*

* Variables de tipo dicotómicas con valor = 1 si se presenta el atributo y valor = 0 en caso contrario.

La mayoría de estas variables han sido empleadas en la literatura empírica existente sobre el tema. En el cuadro nº 1 se presenta su descripción y notación. Como se puede observar, los factores utilizados en relación a la vivienda son la existencia de problemas internos y externos derivados de su ubicación. Respecto a las variables del hogar, se trabaja con el número de años de ocupación en la vivienda, la existencia de hijos dependientes en el hogar y la situación económica del hogar. Para identificar este

último elemento se consideran dos variables: el número de miembros ocupados en la unidad familiar y el nivel de ingresos netos, que se construye de la siguiente forma: a partir de la variable «ingresos totales netos del hogar en el año anterior a la encuesta» (variable HI100 del PHOGUE), se halla la partición cuartílica que ocupa cada hogar en relación a la distribución de dichos ingresos en el país correspondiente. De esta forma, para cada hogar se dispone de un nivel de ingresos relativo al total de hoga-

res en su país. En cuanto a las variables relativas al responsable de la vivienda se dispone del estado civil, el sexo, situación profesional, la edad y su nivel educativo.

3. DISTRIBUCIÓN DEL RÉGIMEN DE TENENCIA: UN ANÁLISIS DESCRIPTIVO

En este apartado se presenta un análisis comparativo de la distribución del régimen de tenencia para los 15 países europeos representados en el PHOGUE. El cuadro n.º 2 recoge dicha distribución en tres momentos del tiempo: 1994, 1997 y el año 2001⁴. Esta información también se presenta en el gráfico n.º 1 con objeto de ilustrar la estructura y el cambio producido en el régimen de tenencia de los países analizados. En primera instancia, se puede comprobar una extraordinaria estabilidad en el tiempo de la distribución del régimen de tenencia en todos los Estados miembros ya que, si bien se aprecia una ligera tendencia generalizada a incrementar la propiedad en detrimento del arrendamiento y cesión⁵, estos movimientos no provocan cambios importantes en ningún país. Por este motivo, a partir de ahora se decide prescindir de la dimensión temporal para centrar el interés en identificar las características diferenciales entre países tomando como referencia el último período de observación, año 2001.

Con mayor o menor intensidad, la propiedad se revela como el régimen de tenencia mayoritario en todos los países de la UE-15, con la excepción de Alemania donde predomina el arrendamiento. Al analizar la importancia relativa de la propiedad des-

tacan países como España, Grecia e Irlanda, donde la propiedad llega a superar el 80 por ciento del stock total, contrastando con Austria, Países Bajos y Alemania, donde el peso de la propiedad es inferior al 56 por ciento.

Después de Alemania, donde el arrendamiento representa el 53 por ciento de la vivienda frente al 44 por ciento de la propiedad, en los países donde existe un mayor mercado de alquiler son Países Bajos y Suecia (con un 45 y un 40 por ciento, respectivamente), seguido de Austria, Dinamarca, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Reino Unido, Bélgica y Portugal (entre el 37 y el 23 por ciento). Entre los países donde el arrendamiento es menos frecuente, Irlanda e Italia se sitúan en torno al 17 por ciento del stock total y Grecia y España apenas superan el 11 y el 10 por ciento, respectivamente.

Por su parte, la cesión se manifiesta como la opción de tenencia de menor peso en todos los países. En Portugal, Austria e Italia es donde se hace un mayor uso de este tipo de tenencia (en torno al 10, 7 y 6 por ciento, respectivamente) mientras que en países como Dinamarca, Países Bajos y Suecia la representatividad de la cesión no supera el 1 por ciento del total residencial.

En el siguiente apartado se trata de profundizar en los factores de la vivienda, características del hogar y del responsable de la vivienda que ayudan a caracterizar el régimen de propiedad frente al arrendamiento en cada país. La cesión se elimina del análisis, no por su menor peso relativo, sino porque no representa en sí mismo un grupo de viviendas fácilmente identificable en términos de constituir un régimen alternativo de elección en el mercado residencial. Los motivos para ocupar una vivienda en cesión pueden ser muy heterogéneos: por razones de trabajo, por préstamos familiares, por necesidades temporales hasta acceder a otra vivienda en propiedad o alquiler, etc.

⁴ En el PHOGUE de 1994 no se dispone de información sobre el régimen de tenencia en Austria, Finlandia, Suecia y Luxemburgo.

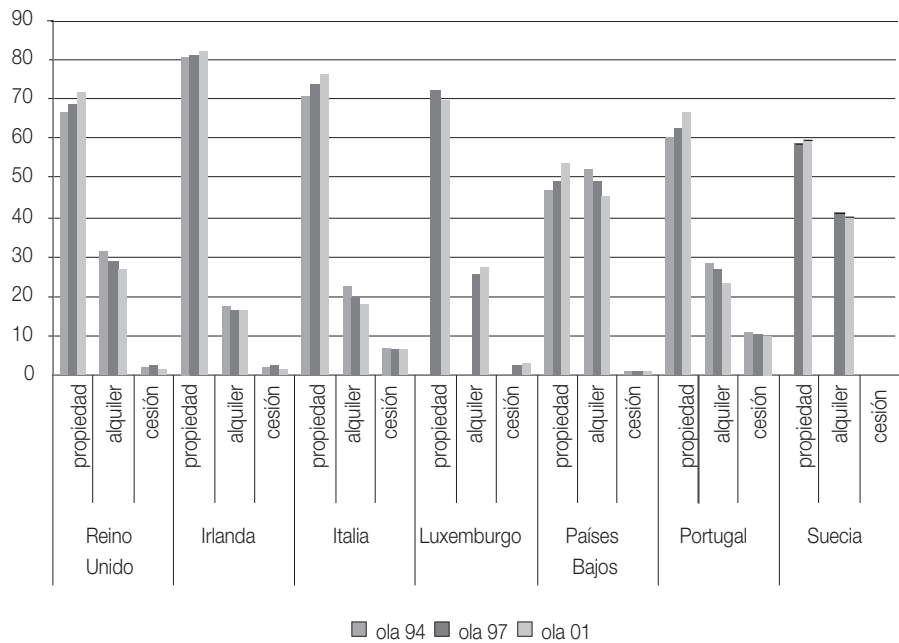
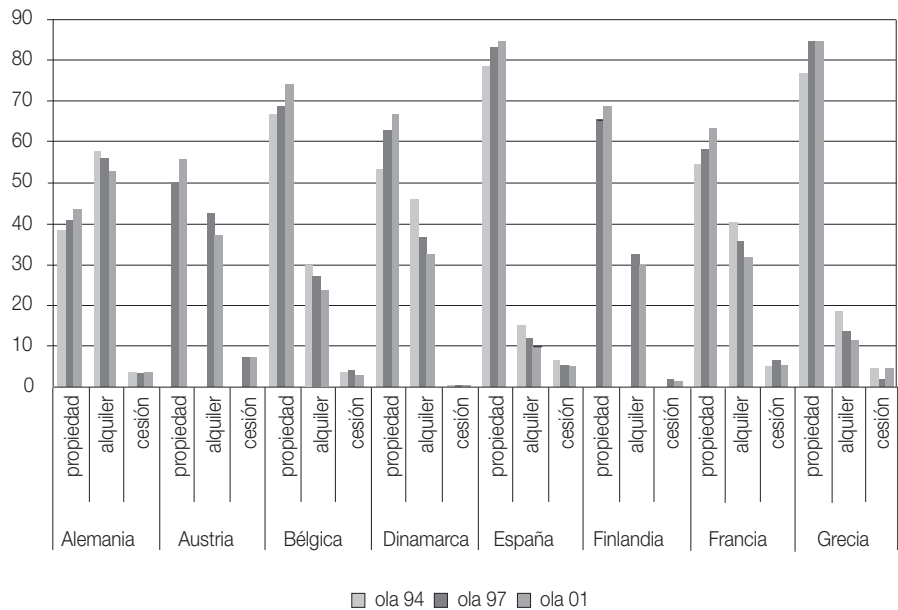
⁵ Luxemburgo es el único país que presenta una ligera reducción de la propiedad a favor del arrendamiento y la cesión entre 1997 y 2001.

Cuadro n.º 2
Distribución de la tenencia de la vivienda residencial por países
 (en %)

País	Tipo de Propiedad	Ola 1994	Ola 1997	Ola 2001
Alemania	propiedad	38,5	40,5	43,6
	alquiler	57,9	56,1	52,8
	cesión	3,6	3,4	3,6
Austria	propiedad		50,3	55,4
	alquiler		42,6	37,2
	cesión		7,1	7,4
Dinamarca	propiedad	53,3	62,7	66,9
	alquiler	46,2	36,7	32,7
	cesión	0,5	0,6	0,4
Finlandia	propiedad		65,8	68,7
	alquiler		32,3	30
	cesión		1,9	1,3
Francia	propiedad	54,7	58,3	63,1
	alquiler	40,1	35,6	31,6
	cesión	5,2	6,1	5,3
Reino Unido	propiedad	66,8	68,4	71,8
	alquiler	31,3	29,1	26,9
	cesión	2,1	2,5	1,3
Países Bajos	propiedad	46,8	49,5	53,9
	alquiler	52,2	49,4	45,3
	cesión	1	1,1	0,8
Suecia	propiedad		58,5	59,8
	alquiler		41,4	40,1
	cesión		0,1	0,1
Bélgica	propiedad	66,8	68,9	74
	alquiler	29,6	27,2	23,4
	cesión	3,6	3,9	2,6
España	propiedad	78,8	83,1	84,8
	alquiler	14,9	11,6	10,1
	cesión	6,3	5,3	5,1
Grecia	propiedad	77,1	84,7	84,6
	alquiler	18,3	13,5	11,1
	cesión	4,6	1,8	4,3
Irlanda	propiedad	80,6	81,2	81,9
	alquiler	17,4	16,3	16,5
	cesión	2	2,5	1,6
Italia	propiedad	70,4	73,4	76
	alquiler	22,5	20	17,7
	cesión	7,1	6,6	6,3
Luxemburgo	propiedad		72,3	69,5
	alquiler		25,3	27,3
	cesión		2,4	3,2
Portugal	propiedad	60,3	62,6	66,7
	alquiler	28,5	26,8	23,4
	cesión	11,2	10,6	9,9

Fuente: Panel de Hogares Europeo (PHOGUE) de 1994, 1997 y 2001, Eurostat.

Gráfico n.º 1
Descripción y notación de variables del Panel de Hogares Europeo



Fuente: Panel de Hogares Europeo (PHOGUE) de 1994, 1997 y 2001, Eurostat.

4. ESTIMACIÓN DE LA ELECCIÓN DEL RÉGIMEN DE TENENCIA

Para determinar las características asociadas a la propiedad y al arrendamiento de la vivienda residencial, se recurre a la estimación de un modelo probit binomial⁶ en cada país con la siguiente especificación sobre la probabilidad del régimen de propiedad ($y=1$) frente al arrendamiento ($y=0$):

$$\begin{aligned} P[y=1/x, \beta] &= P(x, \beta) = \phi(x' \beta) \\ P[y=0/x, \beta] &= 1 - P(x, \beta) = 1 - \phi(x' \beta) \end{aligned}$$

donde: f es la función de distribución acumulada normal; x es el vector de las variables independientes que hacen referencia a las características de la vivienda residencial, a las del hogar y a las del responsable de la vivienda; y b es el vector que indica el efecto individual de cada variable sobre la probabilidad de vivir en propiedad, cuando el resto de características permanecen constantes. La estimación se realiza por el método de máxima verosimilitud, utilizando los factores poblacionales proporcionados en el PHOGUE⁷.

Los resultados obtenidos de la estimación de este modelo en los países de la UE-15 se presentan en el cuadro n.º 3, donde se muestra la estimación del efecto marginal de cada variable sobre la probabilidad de que el hogar se encuentra en propiedad. Si la variable es continua, este efecto indica la derivada de la función de distribución respecto a la variable valorada en la media. Esto es, partiendo de la situación en que todas las variables se sitúan en su valor medio, se valora el efecto de un cambio infinitesimal de la variable explicativa sobre dicha probabilidad. De forma similar, si la variable es ficticia o categórica, el efecto

marginal estimado indica el incremento que se produce en la probabilidad de que un hogar se encuentre en propiedad en presencia de la categoría objeto de análisis en relación a la categoría omitida.

Dado el carácter descriptivo de este trabajo, el método de análisis utilizado nos permite poner de manifiesto el tipo de correlación existente entre los factores empleados y el hecho de residir en una vivienda en propiedad o arrendamiento. En consecuencia, el efecto marginal estimado de cada variable se debe interpretar en términos de su asociación con el régimen de propiedad y no por relaciones de causalidad.

La consideración independiente de cada país facilita la revelación de sus posibles particularidades. Como se observa en el cuadro n.º 3, las variables incluidas en el estudio varían de significatividad e intensidad dependiendo del país considerado.

En relación a las variables que recogen las características de la vivienda (problemas internos y problemas externos), se puede deducir una correlación negativa con el hecho de vivir en propiedad⁸. Este comportamiento es generalizado en todos los países con la excepción de Austria, Bélgica, España y Grecia donde la segunda variable no resultó ser significativa. Salvo en Italia, la existencia de problemas internos tiene una asociación mayor que los problemas externos con el régimen de propiedad. En concreto, destacan países como Austria, Bélgica, Finlandia y Portugal donde el cambio estimado en la probabilidad de residir en propiedad derivado de la existencia de problemas internos es superior al 20 por cien-

⁶ Se recomienda Green (1999), entre otros, como referencia a este tipo de modelos.

⁷ El programa utilizado es STATA en su versión 8.

⁸ En Alemania, Luxemburgo y Suecia no se dispone de estas variables. En el Reino Unido no se presenta información sobre problemas internos en dos terceras partes de la muestra de hogares por lo que se decide prescindir de esta variable para no perjudicar la representatividad del resto de variables consideradas en el modelo.

Cuadro n.º 3

Efectos marginales estimados con el modelo probit binomial para el tipo de tenencia (y=1 propiedad, y=0 arrendamiento)

Variables	Alemania	Austria	Belgica	Dinamarca	España	Finlandia	Francia	Grecia
P.internos		-0,215 ***	-0,239 ***	-0,146 ***	-0,067 ***	-0,227 ***	-0,178 ***	-0,061 ***
P.externos		-0,060	-0,025	-0,072 **	-0,008	-0,095 ***	-0,138 ***	-0,017
Antigüedad	0,011 ***	0,014 ***	0,012 ***	0,006 **	0,004 ***	0,019 ***	0,012 ***	0,016 ***
Hijos	0,128 ***	0,127 ***	0,073 *	0,058	-0,002	0,165 ***	-0,012	-0,007
Ing_Q2	-0,044	0,028	0,110 **	0,010 **	0,039 **	0,153 ***	0,118 ***	-0,05 *
Ing_Q3	0,106	0,033	0,184 ***	0,197 ***	0,040 **	0,291 ***	0,219 ***	-0,035
Ing_Q4	0,247 ***	0,127	0,177 ***	0,247 ***	0,056 **	0,333 ***	0,334 ***	-0,025
Nº ocupados	0,010	0,111 ***	0,000	0,029	0,002	0,009	-0,011	0,008
Casado	0,237 ***	0,080	0,090 **	0,066	0,088 ***	-0,016	0,137 ***	0,148 ***
Mujer	-0,049	-0,091 **	-0,041	-0,112 ***	-0,035 **	-0,005	-0,040	-0,004
Sitprof	-0,027	-0,197 ***	0,022	-0,072	-0,038 **	-0,134 **	-0,099 **	-0,017
Edad	0,016	-0,010	0,029 **	0,009	0,015 ***	0,018 *	0,068 ***	-0,001
Edad2	0,000	0,000	0,000 **	0,000	0,000 ***	0,000	-0,001 ***	0,000
Secundario	-0,048	0,020	-0,034	0,039	0,007	-0,040	0,028	-0,008
Primario	-0,074	0,068	-0,134	-0,092	0,030 *	-0,121 ***	-0,016	-0,017
Nº observ	3.096	1.267	598	1.399	2.405	1.976	2.656	1.938
Wald chi2	342,1	206,9	125,9	218,9	138,3	335,6	547,7	228,3
Prob>chi2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Pseudo R2	0,2389	0,2168	0,3282	0,2824	0,1869	0,3406	0,2537	0,2151
Pred. Total	73,2	71,2	80,3	76,9	74,6	78,9	75,1	71,7
Pred. Prop.	78,9	71,9	80,7	77	75	78,2	76,5	70,6
Pred. Alq.	68,3	70,1	78,6	76,7	71,3	80,4	72,5	77,9

Variables	Reino Unido	Irlanda	Italia	Luxemburgo	Países Bajos	Portugal	Suecia
P.internos		-0,091 ***	-0,084 ***		-0,157 ***	-0,229 ***	
P.externos	-0,086 ***	-0,056 *	-0,100 ***		-0,106 ***	-0,126 ***	
Antigüedad	0,007 ***	0,007 ***	0,008 ***	0,019 ***	-0,003	0,004 *	0,018 ***
Hijos	-0,056 ***	-0,002	-0,003	0,031	0,062 **	0,004	0,099 ***
Ing_Q2	0,101 ***	0,004	0,005	0,138 ***	0,138 ***	-0,002	0,068 **
Ing_Q3	0,192 ***	0,061 *	0,050	0,178 ***	0,300 ***	-0,010	0,221 ***
Ing_Q4	0,262 ***	0,064 *	0,046	0,243 ***	0,406 ***	0,079	0,321 ***
Nº ocupados	-0,022	-0,037 *	-0,020	-0,056 ***	-0,043 *	-0,003	
Casado	0,103 ***	0,024	0,090 ***		0,145 ***	0,186 ***	0,099 ***
Mujer	-0,012	-0,059 ***	-0,002		-0,062	0,038	-0,022
Sitprof	-0,068 **	-0,034	-0,050 **		-0,159 ***	-0,127 ***	-0,120 ***
Edad	0,020 ***	0,010 **	-0,007		0,022 **	-0,004	0,003
Edad2	0,000 ***	0,000 *	0,000		0,000 **	0,000	0,000
Secundario	-0,028	-0,048	0,028		-0,111	0,021	0,031
Primario	-0,070 ***	-0,112 ***	-0,077 *		0,111	-0,058	0,000
Nº observ	2.499	960	2.602	2.094	2.581	2.315	3.224
Wald chi2	352,3	110,2	163,5	350,8	395,6	148,4	686,2
Prob>chi2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Pseudo R2	0,2134	0,2807	0,1171	0,2163	0,2349	0,1908	0,2419
Pred. Total	63,6	72,3	67,1	72	74,9	68,8	74,7
Pred. Prop.	59,1	72,9	66,7	72,1	76,5	67,6	74
Pred. Alq.	82	75,3	69,1	75	71,7	72,9	76

Nota: Las casillas en blanco indican falta de dato en la variable correspondiente. * si $p < 0,10$, ** si $p < 0,05$, *** si $p < 0,01$.

Fuente: Elaboración propia a partir del Panel de Hogares Europeo de 2001.

to, mientras que en el caso de problemas externos este cambio no supera el 14 por ciento en ningún país.

En relación con la variable antigüedad, se constata una correlación positiva entre la propiedad y la mayor permanencia temporal en la vivienda, siendo los Países Bajos el único estado miembro analizado donde esta variable no resulta significativa. El efecto marginal estimado de un año adicional de permanencia en la vivienda oscila entre un 0,4 por ciento registrado en España y Portugal y un 1,9 por ciento en Finlandia y Luxemburgo. En consecuencia, se pone de manifiesto de forma generalizada que la mayor movilidad residencial está asociada con la probabilidad de vivir en arrendamiento, incluso en Alemania donde, como vimos en el apartado anterior, el arrendamiento es el régimen de tenencia mayoritario, con prácticamente el 53 por ciento de stock residencial.

La existencia de hijos dependientes en el hogar no se revela como un factor significativamente asociado al régimen de tenencia en 8 de los 15 Estados miembros. En países como Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Países Bajos y Suecia la existencia de hijos se relaciona positivamente con propiedad. Por el contrario, para el Reino Unido dicha asociación resulta significativa y negativa, es decir, la existencia de hijos aparece con mayor probabilidad en la vivienda en arrendamiento.

El nivel de ingresos es la variable que presenta la correlación cuantitativamente más relevante con el régimen de tenencia de todos los países, a excepción de Austria, Italia y Portugal, donde esta variable no resultó significativa. El hecho de poseer ingresos altos se corresponde con un incremento de la probabilidad de que el hogar resida en propiedad frente a arrendamiento en más de 32 puntos porcentuales en Finlandia, Francia, Países Bajos y Suecia.

Con respecto al otro factor indicador del nivel económico –número de ocupados– no resulta significativo en 10 de los 14 estados miembros de los que se dispone de esta variable⁹. En Irlanda, Luxemburgo y los Países Bajos el cambio estimado sobre la probabilidad de propiedad es negativo, lo que implica reducir, o al menos compensar en parte, el cambio positivo asociado con el nivel de ingresos. En Austria, sin embargo, el hogar con mayor número de ocupados presenta una mayor probabilidad de residir en propiedad.

Por último, las relaciones estimadas de las características del responsable de la vivienda con la probabilidad de vivir en propiedad también juegan un papel relevante, aunque dispar dependiendo del país¹⁰. Por ejemplo, destaca Alemania por ser el país donde estar casado incrementa en un 23,7 por ciento la probabilidad de vivir en propiedad frente al resto de países donde esta asociación positiva es menor e incluso no significativa como en Austria, Dinamarca, Finlandia e Irlanda. En cuanto a la variable educación, España es el único país donde el menor nivel educativo del responsable de la vivienda tiene una correlación positiva, aunque reducido, con la propiedad¹¹. Para el resto de países donde esta variable resulta significativa (Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Reino Unido, Irlanda e Italia) los hogares con estudios primarios presentan una menor probabilidad de vivir en propiedad respecto a los de estudios superiores. La magnitud de esta estimación oscila entre un 7 por ciento en Reino Unido y un 13,4 por ciento en Bélgica.

⁹ En Suecia no se proporciona información sobre el número de ocupados.

¹⁰ Como se señaló en la descripción de datos, en Luxemburgo no es posible considerar este tipo de variables debido a la falta de identificación de una persona de enlace entre ficheros.

¹¹ Los estudios primarios superan en un 3 por ciento la probabilidad de residir en propiedad respecto a estudios superiores.

En términos generales se podría decir que el hecho de ser trabajador asalariado y mujer se asocia con el arrendamiento, mientras que la mayor edad, estar casado y poseer estudios superiores se relaciona positivamente con la propiedad. Se observa cómo en Alemania y Grecia este tipo de variables personales no presenta ninguna correlación significativa, salvo el hecho de estar casado que se asocia con propiedad. Por el contrario, en Reino Unido y España todas las variables consideradas sobre el responsable de la vivienda son relevantes, con la excepción del sexo en el Reino Unido.

En consecuencia, se revela que este tercer grupo de variables –características relativas al responsable de la vivienda– presenta una mayor heterogeneidad por países que los dos anteriores a la hora de buscar asociaciones con el régimen de tenencia.

5. CONCLUSIONES

El objetivo del artículo, lejos de intentar justificar comportamientos o decisiones de los hogares, es identificar las principales características de la vivienda residencial según su tenencia en distintos países europeos poniendo de manifiesto las diferencias y similitudes existentes entre ellos.

Se utiliza la información sobre 15 Estados miembros de la Unión Europea (UE-15) proporcionada en el Panel de Hogares Europeo (PHOGUE), considerado como la principal base de datos sobre el hogar y la vivienda a nivel europeo por su grado de detalle y homogeneidad entre países.

Esta base de datos nos permite ofrecer un ambicioso análisis descriptivo que, además de ser pionero en el estudio comparativo del régimen de tenencia de la vivienda residencial a nivel europeo, pretende servir de referencia obligada para otros trabajos futuros sobre el tema.

El análisis se divide en dos partes. En primer lugar se muestra la estructura del régimen de tenencia (propiedad, arrendamiento y cesión) en cada país para distintos momentos del tiempo. En segundo lugar, se utiliza un modelo probit para identificar las correlaciones existentes entre los principales factores que caracterizan la vivienda residencial en propiedad frente al arrendamiento.

En el primer análisis se observa una clara consistencia temporal de la distribución del régimen de tenencia entre 1994 y 2001 en todos los países considerados en el estudio. Con la única excepción de Alemania, la propiedad se revela como la elección de tenencia mayoritaria, seguida del arrendamiento y con una generalizada reducida presencia de la cesión. El análisis comparativo pone de manifiesto ciertas similitudes entre países. Así, se pueden asociar los Estados miembros de Alemania, Países Bajos y Suecia debido a que el arrendamiento comparte con la propiedad un peso importante del total del stock residencial. En el lado opuesto se sitúan Grecia, Irlanda y España, donde el arrendamiento no llega al 20 por ciento del stock total frente a la propiedad que sobrepasa el 80 por ciento. Por su parte, la cesión se utiliza de forma minoritaria en todos los Estados miembros.

En cuanto a la caracterización de la vivienda por régimen de tenencia, podemos decir que la probabilidad de vivir en arrendamiento frente a propiedad está correlacionada con la presencia de problemas internos y externos, así como, con un menor tiempo de la ocupación en la vivienda por parte de los hogares.

Otro fenómeno constatado de forma significativa en todos los países, salvo en Austria, Italia y Portugal, es que en la medida en que los hogares presentan una mejora en el nivel de ingresos se estima una mayor probabilidad de vivir en propiedad

que en arrendamiento. Esta asociación resulta coherente si tenemos en cuenta el distinto tipo de producto adquirido en cada alternativa residencial. Con la propiedad se accede, además de a un servicio (uso residencial de la vivienda), a un bien de inversión (la adquisición del principal bien duradero del hogar), mientras que con el arrendamiento, sólo se accede al servicio residencial. En consecuencia, el presupuesto familiar comprometido en ambas decisiones es sustancialmente distinto.

Por último, vemos cómo las características del responsable del hogar también presentan, en mayor o menor intensidad, asociaciones diferentes en los distintos países de la UE-15 en relación al régimen de tenencia de la vivienda residencial. En términos generales se podría decir que el perfil más probable del propietario español es: hombre casado, mayor, asalariado y con un bajo nivel educativo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AHN, N. y BLÁZQUEZ, M. (2007): «Residencial mobility and labor market transitions: relative effects of housing tenure, satisfaction and other variables», *Documento de trabajo*, 07-05, FEDEA.
- BARRIOS, J. y RODRÍGUEZ, J.E. (2005): «Un modelo logit multinomial mixto de tenencia de vivienda», *Revista de Economía Aplicada*, Vol. XIII, 38: 5-27.
- ESCUDERO, A. (1995): *Marketing inmobiliario: métodos y técnicas de comercialización*. Valencia: CISS, S.A.
- (2001): *Marketing inmobiliario: el servicio de atención al cliente en la empresa inmobiliaria*. Valencia: CISS, S.A.
- GREEN, W.H. (1999): *Análisis econométrico*, 3ª edición, Prentice Hall.
- JAÉN, M. y MOLINA, A. (1994): «Un análisis empírico de la tenencia y demanda de vivienda en Andalucía», *Investigaciones Económicas*, Vol. XVIII (1): 143-164.
- LÓPEZ, M.A. (2004): «Housing, prices and tax policy in Spain», *Spanish Economic Review*, 6: 29-52.
- MOLÉS M.C. y COLOM, M.C. (2006): «Un modelo de elección del régimen de tenencia y tipo de vivienda en España. Una comparación entre el ámbito urbano y el ámbito rural», *Estudios de Economía Aplicada*, 24-2, Agosto.
- PAREJA, M. y SAN MARTÍN, I. (2002): «The tenure imbalance in Spain: the need for social housing policy», *Urban Studies*, 39, 2: 283-295.
- TATSIRAMOS, K. (2006): «Residential mobility and housing adjustment of older households in Europe», *IZA Discussion Paper 2435*, (Provisional versión).
- TRILLA, C. (2001): «La política de vivienda en una perspectiva europea comparada», Colección Estudios Sociales de la fundación «La Caixa», 9.

Cambios en la situación laboral de la población española ante el incremento de la inmigración

El objetivo de este trabajo es analizar, a partir de microdatos de la Encuesta de Población Activa y utilizando modelos de probabilidad Logit, el efecto de la entrada de inmigrantes extranjeros en España sobre las probabilidades de encontrar empleo de la población nativa. La principal conclusión obtenida es que, con los datos disponibles hasta la fecha y el periodo económico expansivo analizado, no existe evidencia empírica suficiente como para afirmar que la inmigración esté generando un efecto negativo significativo sobre las oportunidades de empleo de la población nativa. Esta conclusión se confirma aún más al considerar la correlación intragrupo y la corrección de Moulton.

Lan honek duen helburua, Espainian atzerriko etorkinen sarrerak bertako biztanleek enplegua lortzeko aukeran duen eragina aztertzea da, Biztanleria Aktiboaren Inkestaren mikrodatuetatik abiatuta eta Logit delako probabilitate ereduak erabiliz. Lortutako ondorio nagusia da, ditugun datuekin eta oraingo egoera ekonomikoarekin, ez dagoela ebidentzia enpiriko nahikoa inmigrazioak bertako biztanleek enplegua lortzeko duten aukeren gaineko eragin negatibo nabarmenik sortzen duela adierazteko. Ondorio hau are gehiago baieztatzen da talde barneko korrelazioa eta Moulton zuzenketa kontuan hartzen direnean.

Using micro data from the Spanish Labour Force Survey and estimating with a log-it model, we explore the effect of immigration on the Spanish labour market, analysing the effect of a higher proportion of immigrants in the Spanish native's employment probability. Our results show that, given the available data and the Spanish economic situation analysed, there is no impact of immigration on the labour opportunities of native workers. After considering the intra-group correlation and performing the Moulton correction procedure, we conclude that the impact of immigrant flows in the Spanish labour market has not been significant at this time.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Antecedentes empíricos sobre el impacto de la inmigración en el empleo
 3. La movilidad del factor trabajo en España
 4. Un modelo logit sobre inmigración y empleo
 5. Incorporación de la corrección de Moulton a los resultados obtenidos
 6. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Mercado laboral, trabajadores inmigrantes, modelo de probabilidad logit, empleo

Keywords: Labour market, immigrant workers, logit models, employment

N.º de Clasificación JEL: J61, C25

1. INTRODUCCIÓN

La inmigración ha dejado de ser un fenómeno histórico asociado a movimientos de población de periodos concretos para convertirse en una realidad de carácter estable que se inicia en Europa, terminada la Segunda Guerra Mundial, con los procesos de descolonización y que se impulsa en los sesenta por el fuerte crecimiento económico y la necesidad de mano de obra. Tras el lapso de la crisis del petróleo de los años setenta y ochenta, la recepción de inmigrantes en Europa se reanuda y continúa hasta nuestros días, dinamizada por la caída del muro de Berlín y el crecimiento económico de los noventa. En el momento

actual todo hace pensar que las inercias del proceso se mantendrán en el futuro y que difícilmente se podrá contener el aluvión de personas que buscan cambiar su situación de desesperanza y pobreza por la riqueza que pueden ofrecerle los países más desarrollados.

España, como país desarrollado y con más de 45 millones de habitantes, presenta una serie de características diferenciales sobre la mayor parte de los países de acogida que deben tenerse en cuenta a la hora de entender y analizar sus procesos migratorios procedentes del exterior. En primer lugar, no ha sido hasta fechas muy recientes que el saldo migratorio se ha invertido, pasando de ser un país emisor de emigrantes a un país receptor de inmigración. En segundo lugar, la llegada de inmigrantes extranjeros a España muestra una repentina

* Los autores agradecen las valiosas aportaciones efectuadas por los evaluadores anónimos en el proceso de revisión del artículo.

y fuerte aceleración, ya que en poco tiempo se ha pasado de cifras muy poco significativas a cantidades tan importantes que sitúan a España al mismo nivel que otros países de acogida con mucha mayor experiencia en el proceso. Así, en 1981 el total de la población inmigrante extranjera en España era de 625.907 personas, un 1,7% de la población total. Dieciocho años después, en 1999, la población extranjera era de 748.953 y el porcentaje sobre la población muy similar, el 1,9%. Sin embargo, en los cinco años siguientes el ritmo de entrada es tal que se alcanza en 2004 la cifra de 3.034.326 personas extranjeras, es decir un 7% de la población total, elevándose al 8,4% de la población en 2005; con los datos más recientes de 2007 se situaría la población inmigrante extranjera ronda los 4,48 millones personas, un 10% del total de la población. Lo que otros países de nuestro entorno alcanzaron en décadas, en España se ha producido en pocos años. El proceso no ha concluido y las tensiones sociales y económicas que un incremento de esta magnitud genera están empezando a aflorar.

Por otro lado, la proporción de población inmigrante extranjera en situación irregular es muy elevada. Del total de inmigrantes extranjeros registrados en 2004, solamente el 55% tenía permiso de residencia, lo que situaba a España en unas cifras de irregularidad que pueden calificarse de extremas y genera una economía sumergida sin precedentes. Tras el proceso de regularización de inmigrantes extranjeros llevado a cabo en España en el año 2005, la cifra de irregularidad, aunque se ha corregido, sigue elevada y se sitúa para el año 2006 próxima al 35%.

Estos hechos se cristalizan en que la sociedad española plantea, por diferentes caminos, el que siendo la inmigración una gran aportación a nuestro crecimiento económico y social, también está generando problemas importantes: la posible inseguri-

dad asociada a la situación irregular¹ y su impacto laboral. Este último aspecto, por ser de gran importancia, es utilizado de manera poco rigurosa y con datos sin contrastar por unos grupos y otros, de la forma que más conviene en cada caso. Además, la literatura internacional sobre el impacto de la inmigración en el mercado laboral no está exenta de controversia ya que no existe consenso entre los investigadores que han analizado el fenómeno en Estados Unidos y Europa. Así, hasta ahora no ha sido posible cuantificar, ni siquiera afirmar, empíricamente la existencia de una relación entre inmigración y salarios o empleo.

Nuestro propósito es arrojar luz al caso español, tratando de medir el impacto de la inmigración sobre el mercado de trabajo en nuestro país, entendiendo que las características de nuestro proceso y situación son diferentes a las de otros países y que las conclusiones de estos no son directamente aplicables a España.

A efectos de medir el impacto de la inmigración sobre el mercado laboral, el trabajo se ha centrado en analizar si en aquellas provincias donde existen elevadas tasas de población extranjera se produce una disminución de la probabilidad de encontrar un empleo para la población nativa. Dadas las características de nuestra variable endógena (probabilidad de encontrar un empleo), el método utilizado para el análisis ha sido la estimación de un modelo de probabilidad logit, utilizando como fuente de información principal los microdatos de la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondientes a los primeros trimestres de los años 2005 y 2006.

¹ El barómetro del CIS de abril de 2007, sitúa como cuarto problema de España la inmigración, entre un total de treinta posibles y detrás del paro, el terrorismo y la vivienda.

No obstante, un enfoque como el que aquí se realiza utilizando datos provinciales ha sido cuestionado en diferentes estudios con el argumento de la posible movilidad de la población nativa ante la llegada de población extranjera. En este trabajo se estima que esta hipótesis es inapropiada para el caso español, ya que su población activa se caracteriza todavía por una baja movilidad geográfica. Otra de las críticas, quizás la más importante, se basa en el hecho de que la población inmigrante acude precisamente a aquellas zonas con mayor crecimiento de empleo, lo que genera relaciones espúrias positivas entre inmigración y empleo, anulando el impacto de la entrada de extranjeros sobre el empleo de los nativos. Con el fin de paliar esta situación, la especificación del modelo estimado en este trabajo incluye como variable explicativa el crecimiento provincial del PIB de los últimos años.

Además, desde el punto de vista del análisis econométrico, el modelo combina información procedente de microdatos individuales con variables agregadas por provincias, con lo que la crítica de Moulton (1990) relativa a los problemas derivados de la correlación de la perturbación aleatoria y la no adecuación de los test de significación debe ser tenida en cuenta. Para solucionar este problema se corrige convenientemente la estimación de la desviación estándar de los parámetros y se analiza la significación de los parámetros.

A pesar de todo ello es preciso señalar que los resultados obtenidos en este trabajo presentan una limitación importante relacionada con los datos utilizados. Si bien se eligió como base de análisis la EPA por ser la principal fuente de información estadística para analizar la situación laboral de la población en España y por incorporar un cambio metodológico en 2005 que recoge mejor la importancia de la inmigración en la

población de nuestro país, utilizar la nueva EPA 2005 ha supuesto también asumir importantes limitaciones que condicionan las conclusiones que se extraen de la estimación del modelo. En primer lugar, trabajar con la nueva EPA 2005 ha impedido poder analizar un periodo temporal lo suficientemente amplio que incluya periodos de expansión económica, como el analizado, junto con periodos de menor actividad por el distinto método utilizado en la elaboración de la EPA anterior al año 2005. Adicionalmente, la nueva EPA 2005 ha dejado de publicar trimestralmente la información relativa a las preguntas retrospectivas, restringiendo seriamente la información sobre la situación laboral de los individuos en el año anterior al de la semana de referencia. A pesar de estas limitaciones y tras analizar las alternativas posibles, optamos por utilizar la EPA 2005 pues consideramos que, a pesar de sus restricciones, era preciso realizar al menos una primera aproximación al problema planteado, si bien ésta deberá ser ampliada a medida que puedan incluirse situaciones menos expansivas del ciclo económico y el INE vaya publicando los datos anuales de la EPA donde sí se incluyen las variables retrospectivas.

El trabajo está estructurado en las siguientes secciones. En la Sección 2 se realiza una revisión bibliográfica relativa a los análisis empíricos sobre el impacto de la inmigración en el empleo. En la Sección 3 se repasa la hipótesis de movilidad del factor trabajo para el caso español. En la Sección 4 se especifica y estima el modelo econométrico para cuantificar el impacto de la inmigración sobre la probabilidad de encontrar empleo de la población nativa. En la sección 5 se revisa la significatividad de los parámetros a partir de la corrección propuesta por Moulton y finalmente en la sección 6 se presentan las principales conclusiones.

2. ANTECEDENTES EMPÍRICOS SOBRE EL IMPACTO DE LA INMIGRACIÓN EN EL EMPLEO

Existe una amplia literatura en la que de una forma u otra se pretende determinar el impacto de la inmigración sobre la oferta de trabajo y los salarios. En general, la mayoría de los estudios se han centrado en contrastar la existencia de una relación negativa entre la tasa de ocupación nativa, y salarios y número (o proporción) de inmigrantes extranjeros, si bien la mayoría de ellos han fracasado al no aportar resultados que puedan avalar tal relación. En consecuencia, la evidencia empírica no permite confirmar que el impacto de la llegada de población inmigrante extranjera sobre el mercado laboral sea significativo.

En el caso de Estados Unidos se ha originado una amplia literatura sobre inmigración y mercado laboral, tal como demuestran los trabajos recopilatorios de Friedberg y Hunt (1995), Borjas *et al.* (1997) y Borjas (1999), pero en ellos se concluye que, o bien la inmigración no tiene efectos, o bien que estos son de escasa magnitud, independientemente del tipo de datos, localización geográfica o incluso método de estimación utilizado.

Durante los años ochenta, y dada la concentración geográfica selectiva que mostraba la inmigración en cualquier país desarrollado, se investigó mediante la comparación para un mismo país, de la situación de las zonas y ciudades con alta concentración de inmigrantes extranjeros con aquellas en las que la inmigración era baja, para de aquí inferir el impacto del proceso migratorio sobre el empleo y los salarios. En esta línea se encuentran los trabajos de Grossman (1982), Borjas (1983), LaLonde y Topel (1991), Altonji y Card (1991) y Fix y Passel (1994) y la conclusión de estos estudios, referidos siempre a la realidad de Estados Unidos, es que el impacto de la inmigración es muy bajo.

Uno de los trabajos más referenciados sobre el impacto de la inmigración en el mercado laboral, y que inicia un amplio debate político y académico, es el de Card (1990). En él se analiza la importante llegada de inmigrantes cubanos, llamados marielitos, a Miami en 1980 y su efecto sobre los salarios y el empleo de los trabajadores no cubanos en el periodo 1979-85. Las conclusiones del trabajo fueron rotundas y tiraron por tierra los planteamientos de aquellos que criticaban la inmigración por su repercusión negativa sobre la situación laboral de la población nativa, concluyéndose, una vez más, en su escaso impacto. Card critica los estudios económicos espaciales previos indicando que la concentración de inmigrantes extranjeros se debe a las expectativas de crecimiento de las ciudades y a que la movilidad de los nativos entre ciudades puede llegar a compensar los efectos negativos de la inmigración.

En consecuencia la movilidad física de los trabajadores nativos podría ser una de las formas de ajuste del mercado ante la llegada de población extranjera y ha sido un argumento ampliamente utilizado para justificar la escasa relación encontrada entre inmigración y empleo o salarios. Sin embargo, tampoco todos los estudios son concluyentes sobre el impacto de la inmigración en la movilidad de los trabajadores y así Borjas *et al.* (1997) obtienen correlaciones significativas entre estas dos variables, mientras que en otro estudio más reciente de Card (2001) se concluye, a partir de datos de panel para diferentes ciudades, que no existe tal relación.

En sus últimos trabajos, Borjas *et al.* (1996, 1997) y Borjas (2001, 2003) critican también los trabajos y modelos que utilizan datos espaciales debido a la distribución no aleatoria de la población extranjera y la importancia que ejerce el crecimiento económico en la atracción de inmigrantes

extranjeros. Sin embargo, con datos agregados y eliminando las fuentes de variación espacial, tampoco sus resultados han sido muy satisfactorios.

En Europa, los estudios existentes no son muy diferentes. El trabajo de De New y Zimmermann (1994) para Alemania concluye que la inmigración afecta negativamente a los trabajadores poco cualificados y positivamente a los más cualificados. En un estudio de Winkelmann y Zimmermann (1993) se registra un impacto negativo, aunque de baja intensidad, de la inmigración sobre la duración del desempleo para Europa en el corto plazo, y en el de Greenwood y McDowell (1986) que esta brevedad del impacto se produce también sobre los salarios. Por su parte, Pischke y Velling (1997) realizan un análisis con datos espaciales para 167 regiones en Alemania y tampoco encuentran efectos negativos significativos de la inmigración sobre el empleo.

Para el caso español, al tratarse de un fenómeno social muy reciente, son todavía pocos los estudios que lo analizan, siendo la mayoría de tipo cualitativo enfocados a analizar las implicaciones sociales que la entrada de extranjeros genera en el país receptor, y siendo pocos los que analizan el fenómeno desde la perspectiva económica de la cuantificación del efecto sobre el empleo o desempleo de la población nacional. Aún con todo, las investigaciones realizadas obtienen resultados similares a los recogidos en los estudios internacionales, es decir, bajo impacto de la inmigración en el mercado laboral del país receptor.

Carrasco, Jimeno y Ortega (2004) estiman que la elasticidad entre los flujos migratorios y la tasa de ocupación nativa es baja, en torno a -0,1 cuando el análisis se centra en la inmigración regular y no significativa cuando se considera el total de inmigrantes. Amuedo-Dorantes y De la Rica (2005) analizan si los flujos de población inmigrante extranjera reducen las diferencias registra-

das en los mercados laborales de las distintas regiones españolas, concluyendo que si bien contribuyen a reducir la disparidad, el efecto se ve limitado por la baja movilidad interna que registra la población nativa. Dolado, Jimeno y Duce (1997) contrastan empíricamente los efectos de la inmigración sobre el empleo, salarios y masa salarial de los trabajadores españoles, diferenciando entre trabajadores cualificados y poco cualificados y concluyen que un aumento en la tasa de inmigración genera globalmente efectos favorables sobre las perspectivas laborales de los trabajadores nacionales, si bien destacan el hecho de que la tasa de inmigración en las provincias españolas durante el periodo de análisis que consideran (1990-1992) es baja como para poder esperar un efecto negativo de la inmigración sobre los trabajadores nacionales.

3. LA MOVILIDAD DEL FACTOR TRABAJO EN ESPAÑA

La movilidad de la población, así como la flexibilidad de los salarios, constituye un mecanismo de ajuste imprescindible para corregir los desequilibrios del mercado de trabajo. Si existe movilidad del factor trabajo, las regiones donde se incrementa la tasa de paro sufrirán procesos migratorios de su población hacia otras zonas donde las oportunidades de encontrar un empleo sean mayores. Por el contrario, la escasa movilidad de la población junto con otros factores puede originar un incremento en la tasa de paro de la economía (Bentolila y Blanchard (1990)).

En el caso específico del fenómeno de la inmigración, si ante la llegada de población extranjera, y el consiguiente incremento de la oferta de trabajo, las condiciones laborales empeoran para los trabajadores nativos y estos optan por su traslado a otros mercados geográficos, el impacto de la inmigración quedaría diluido por toda la geografía nacional. En tal caso la modelización del

efecto de la inmigración sobre los flujos del mercado de trabajo mediante datos espaciales o de corte transversal quedaría invalidada. Por este motivo, como paso previo a la estimación de un modelo como el aquí presentado, es necesario evaluar la movilidad del factor trabajo en España.

Según datos de la OCDE (2000) –a pesar de las diferencias estadísticas que dificultan las comparaciones internacionales en Estados Unidos la tasa migratoria interregional es del 2,4%, registrándose cifras muy similares en el caso de Japón. En Europa, sin embargo, la población que cambia su región de residencia es tan sólo el 1,5% en promedio, se observa además importantes diferencias según los países considerados. Así, Italia (0,5%) y España (0,6%) aparecen como los países de la UE con menor movilidad interregional de su población, mientras que Dinamarca sobresale por la característica opuesta (3,4%). Según estos datos, la movilidad interregional media europea, a pesar de ser baja, es 2,3 veces superior a la movilidad observada en España y comparando España con Estados Unidos, la movilidad de la población resulta 3,7 veces superior en Estados Unidos.

Los estudios sobre la movilidad de la población en España son numerosos (Ródenas (1994), Bentolila y Dolado (1991), Antolín y Bover (1997), Bentolila (1997, 2001), Bover y Velilla (1999), Arellano y Bover (2002)). En todos ellos se pone de manifiesto la baja movilidad interregional de la población española. Antolín y Bover (1997) señalan una movilidad media del 0,3% durante el periodo 1987-1991. Bover y Velilla (1999), tras analizar la evolución y características de las migraciones en España durante todo el siglo veinte, detectan una reducción de la tasa migratoria desde el 0,9% en 1962 al 0,3% en 1982, recuperándose en la década de los noventa hasta el 0,5%-0,6%, aspecto también señalado por Arellano y Bover (2002).

En relación con las causas que explican la baja movilidad de la población española, Bentolila (2001), a partir del análisis previo de Bover y Velilla (1999) y tras concluir en la existencia de reducidos flujos migratorios en España, clasifica las causas en factores demográficos (envejecimiento de la población, mayor tasa de actividad femenina que dota de dimensión de pareja las decisiones laborales, etc.) y factores institucionales (descentralización política, incremento de las prestaciones sociales, el aumento de la duración y cobertura de las prestaciones por desempleo, el sistema fiscal que ha bonificado la adquisición de viviendas, etc.), a lo que añade la mayor importancia que tienen en los países de la zona mediterránea las instituciones no formales, como la familia o las redes personales.

A pesar de la escasa movilidad geográfica de los trabajadores en España detectada en los diferentes trabajos, es también cierto que se ha producido un incremento de la misma en los últimos veinte años (Bover y Arellano (2002), no obstante, todavía insuficiente como para permitir el ajuste macroeconómico requerido para un correcto funcionamiento del mercado de trabajo. Por tanto, podemos tomar como supuesto de partida que la movilidad de la población española es limitada, lo que refuerza la validez de la estimación del impacto de la inmigración con datos provinciales.

4. UN MODELO LOGIT SOBRE INMIGRACIÓN Y EMPLEO

Llegados a este punto, resulta interesante contrastar si las elevadas tasas de población extranjera que registran determinadas provincias españolas, como consecuencia de la fuerte entrada de inmigrantes acontecida en nuestro país en los últimos años, está teniendo un impacto negativo sobre las oportunidades de encontrar un empleo para los trabajadores nacionales que previamente no estaban ocupados.

Dada la baja movilidad del factor trabajo nacional en España ya comentada en la sección anterior, el modelo econométrico que a continuación se presenta se plantea bajo una perspectiva transversal, combinando información de microdatos individuales procedentes de la EPA con información espacial agregada a nivel provincial (tasa de inmigración y crecimiento del PIB provincial).

En línea con el método empleado en otros estudios como los de Winter-Ebmer y Zweimüller (1999), Gang *et al.* (1999), Venturini y Villosio (2002) y Cohen y Paserman (2004) entre otros, en el modelo presentado se pretende cuantificar a través de la estimación de un modelo econométrico, si el hecho de que en una provincia exista una elevada proporción de población extranjera afecta a la probabilidad que tiene la población nativa residente en dicha provincia de realizar la transición laboral desde la no ocupación (parado o inactivo) al empleo. Es decir, se pretende contrastar la existencia de una relación negativa entre la tasa de inmigración y la probabilidad de encontrar empleo, lo que indicaría que en aquellas provincias con mayores tasas de inmigración las oportunidades de encontrar un empleo para los nacionales se ven reducidas.

Dado el objetivo, la especificación econométrica se lleva a cabo mediante el uso de modelos de elección discreta, en los que la variable endógena a modelizar es una variable categórica con varias alternativas de respuesta. Dentro de esta tipología de modelización, el método logit se ajusta a este objetivo utilizando como función de ajuste la logística. El uso de esta función garantiza que el resultado de la estimación pueda interpretarse como la probabilidad de ocurrencia de cada una de las alternativas de la variable endógena.

Especificación del modelo

Los datos utilizados para la estimación del modelo proceden de la EPA elaborada

trimestralmente por el Instituto Nacional de Estadística. En concreto se ha trabajado con la nueva EPA 2005 que comienza a realizarse en el primer trimestre de 2005, pues incorpora cambios metodológicos que pretenden recoger de manera más fiable la nueva realidad demográfica y laboral de nuestro país originada por el fuerte incremento del número de residentes extranjeros en España. A pesar de las ventajas que se obtienen al trabajar con la EPA 2005, pues permite analizar de un modo más fiable los posibles efectos que pueda tener el aumento de la inmigración sobre la situación laboral de la población nativa, la novedad del cambio implica una ruptura de las series temporales, impidiendo mezclar datos posteriores al primer trimestre de 2005 con los anteriores a dicha fecha. Por tanto, el análisis aquí presentado se centra únicamente en los años 2005 y 2006, pues en el momento de la realización de este trabajo sólo estaba disponible dicha información. Dado que ambos periodos forman parte de un momento expansivo del ciclo de la economía española, el análisis aquí presentado debe ser considerado como una primera, aunque necesaria, aproximación al problema, que será imprescindible extender a un periodo temporal más amplio una vez que puedan incluirse situaciones económicas menos expansivas, hecho que podría alterar los resultados obtenidos en este trabajo y que constituye por tanto la principal limitación del análisis aquí realizado.

Como ya se ha adelantado, el objetivo del modelo es contrastar si la existencia de una elevada tasa de población extranjera en determinadas provincias reduce la probabilidad de encontrar empleo entre la población nativa, por lo que la variable endógena Y_{ij} mide la transición laboral de un individuo nativo i de la provincia j desde una situación de no ocupación (parado o inactivo) en el momento $t-1$ a una situación de empleo en el momento t . En concreto, la variable endógena Y_{ij} toma el valor 1 cuando el indi-

viduo i de la provincia j está ocupado en la semana de referencia de la encuesta pero dice que no trabajó en ningún momento del año pasado y tomará el valor cero cuando no habiendo trabajado en ningún momento del año anterior se encuentra en situación de paro o inactividad en la semana de referencia.

Dado que la variable endógena, tal y como se ha definido, hace referencia a dos momentos del tiempo diferentes, se ha utilizado para identificar la situación laboral del individuo en el momento t la clasificación de la población que le asigna el INE en ese momento (ocupado, parado o inactivo) y para determinar la situación laboral del individuo en el momento $t-1$ (un año antes) la información proporcionada en el momento t por el propio individuo a través de la pregunta incluida en el cuestionario de la EPA «¿Realizó algún trabajo remunerado, por cuenta propia o como asalariado, en algún momento del año pasado?». La anterior pregunta tiene dos alternativas posibles de respuesta, sí y no. Si en el momento t el individuo contesta que sí trabajó en algún momento del año pasado, de cara a la construcción de la variable endógena se considera que ese individuo hace un año estaba ocupado, mientras que si dice que no trabajó en ningún momento del año pasado, se considera que hace un año dicho individuo estaba parado o inactivo. Dado que dicha pregunta sólo se realiza a los encuestados el primer trimestre de cada año, el análisis se ha realizado únicamente para los primeros trimestre de 2005 y 2006².

Es preciso matizar adicionalmente que en la semana de referencia de la encuesta, que es la que se utiliza para la estimación del modelo, es posible diferenciar entre situaciones de ocupado, parado o inactivo, pues se dispone de la clasificación realizada por el INE, mientras que la información retrospectiva de los individuos, tal y como se plantean las alternativas de respuesta a la pregunta «haber trabajado algún momento del año pasado» sólo permite diferenciar entre ocupado y no ocupado, sin poder distinguir por tanto entre situaciones de desempleo e inactividad. Dicha diferenciación, sólo sería posible si en lugar de utilizar la información retrospectiva de los individuos incluida cada trimestre en la encuesta se trabajara con la EPA Flujos, la cual permite seguir a cada individuo durante los seis trimestres que permanece en la muestra. No obstante, el hecho de que la muestra de la EPA Flujos se renueve en 1/6 cada trimestre, trabajar con esta información obligaba a reducir de forma importante la muestra de individuos analizados, a lo que se une, como inconveniente adicional y de mayor relevancia para el objetivo de nuestro análisis la ausencia de información desagregada a nivel provincial, pues sólo incluye información por comunidades autónomas. La pérdida de datos muestrales así como el tener que prescindir de información menos detallada de las variables, nos llevó a optar por trabajar con la muestra completa de la EPA.

La especificación final del modelo queda recogida en la ecuación (1):

$$\text{Prob}(Y_{ij} = 1) = \frac{1}{1 + e^{-\alpha - \beta_1 X_{ki} - \beta_2 \text{PIB}_j - \beta_3 I_j - \beta_4}} \quad (1)$$

con $i=1, 2, \dots, 112.209$ y $j=1, 2, \dots, 50$ donde X_{ki} hace referencia a las k variables explicativas relacionadas con las características personales para cada individuo i , PIB_j mide el crecimiento del PIB real durante los cinco años previos al análisis de la provincia j y I_j mide la tasa de inmigración registrada en la provincia j .

² En la antigua EPA 2002 dicha pregunta se realizaba todos los trimestres. Adicionalmente, en la antigua EPA 2002 se incluían varias variables de carácter retrospectivo que ya no se incluyen en los ficheros trimestrales de la EPA 2005. Este es el caso de la variable «Situación en la que se encontraba hace un año (ocupado, parado, inactivo)», «Actividad en la que trabajaba hace un año» y «Situación profesional hace un año».

Las variables explicativas relacionadas con las características personales del individuo son el sexo, la edad (medida en número de años), el estado civil (soltero, casado, viudo y separado/divorciado) y el nivel de estudios (medido en años de estudio³). La información de estas variables procede, al igual que la definición de la variable endógena, de los microdatos de la EPA.

Por otro lado, para cubrir el objetivo de nuestra investigación es necesario incorporar una variable explicativa relacionada con el factor inmigración. Para ello se utiliza la tasa de inmigración provincial calculada como la proporción de inmigrantes extranjeros sobre la población nativa en cada provincia. Para la medición del número de inmigrantes extranjeros se ha trabajado con los datos del Padrón a 1 de enero de 2005⁴, incluyendo únicamente la inmigración económica, es decir, los inmigrantes procedentes de países en vías de desarrollo, con edades comprendidas entre los 15 y 64 años. Los datos de esta variable se incorporan en el modelo agregados a nivel provincial, por tanto la tasa de inmigración correspondiente a dos individuos residentes en la misma provincia será la misma. Bajo esta especificación, si existiera un impacto negativo de la inmigración sobre el empleo de los nacionales, podría esperarse a priori que un individuo perteneciente a una provincia con una elevada tasa de inmigración tuviera más dificultades para encontrar un puesto de trabajo, debido a la mayor competencia existente en el mercado laboral entre nacionales y población extranjera.

Ahora bien, tal y como se ha comentado anteriormente, el modelo así especificado

presenta un problema debido a que la población inmigrante no se distribuye aleatoriamente y tiende a concentrarse en aquellas zonas geográficas con mayor crecimiento económico y generación de empleo. Este hecho invalida cualquier intento de cuantificar el impacto de la llegada de inmigrantes extranjeros, ya que son las provincias que más empleo generan las que registran mayores tasas de inmigración, produciéndose dos fenómenos contrarios: por un lado, la probabilidad de encontrar empleo en una provincia con una elevada actividad económica será mayor por la propia dinámica del mercado laboral; y por otro lado, será menor por la competencia que generan los inmigrantes extranjeros. Para controlar este efecto se incorpora como variable explicativa adicional el crecimiento del PIB provincial en los cinco años previos al periodo de análisis⁵. Los datos de esta variable, agregados a escala provincial, se obtienen de la Contabilidad Regional de España publicada por el Instituto Nacional de Estadística.

Principales resultados

Los resultados de la estimación de la ecuación (1) quedan resumidos en el cuadro n.º 1, donde para cada variable explicativa figura el valor del coeficiente estimado, su desviación estándar y el efecto marginal calculado en los valores medios muestrales de las variables, el cual refleja el cambio en puntos porcentuales en la probabilidad estimada cuando la variable explicativa correspondiente se incrementa en una unidad, o bien cuando cambia de cero a uno en el caso de variables *dummy*. El modelo ha sido estimado para tres muestras diferentes: el primer trimestre de 2005, el primer trimestre de 2006 y una muestra conjunta que agrega las observaciones de 2005 y 2006. Las últimas filas del cuadro recogen

³ Elaboración propia realizada a partir de la Clasificación Nacional de Educación 2000.

⁴ Se ha preferido la utilización de esta fuente estadística frente a los datos de la EPA debido a que el carácter de encuesta de esta segunda podría estar incorporando un sesgo que, sin embargo, se reduce con el uso de datos registrados como son los extraídos del Padrón.

⁵ Se utiliza la tasa de crecimiento de los últimos cinco años como referente de un crecimiento sostenido que actúa de factor de atracción para la población inmigrante.

distintas medidas de bondad global del modelo. Es preciso señalar además que la estimación ha sido realizada con los datos ponderados por sus factores de elevación.

Como puede apreciarse en el cuadro n.º 1 todos los parámetros asociados a las variables explicativas relacionadas con las características personales del individuo en las estimaciones de las tres muestras resultaron estadísticamente significativas con un nivel de confianza superior al 99%. Atendiendo a los signos obtenidos en la estimación de los parámetros se observa que la probabilidad de encontrar empleo se reduce si el individuo es mujer y cuanto mayor es la edad, mientras que se incrementa cuanto mayor es el nivel educativo. Concretamente, los efectos marginales respectivos de la estimación correspondiente a la muestra completa 2005-2006, reflejan que la probabilidad de estar empleado se reduce en aproximadamente 0,13 puntos porcentuales cuando el individuo es una mujer. Este bajo valor del efecto marginal está relacionado con el hecho de que el peso en la muestra de las personas que no habiendo trabajado en el periodo t-1 se encuentran en situación de empleo en la semana de referencia frente a los que permanecen en situación de paro o inactividad es también pequeño. En relación con la edad, el efecto marginal muestra que un aumento de un año en la edad reduce la probabilidad de estar empleado en 0,03 puntos porcentuales y por tanto un aumento de la edad del individuo en cinco años reduciría la probabilidad de estar empleado en aproximadamente 0,15 puntos. Por su parte, un aumento de un año de estudio incrementa la probabilidad de estar empleado en 0,05 puntos, indicando por tanto que cinco años más de formación supondría un aumento de la probabilidad de encontrar empleo de unos 0,25 puntos porcentuales. Por su parte, la variable estado civil muestra que, tomando como nivel de referencia a los individuos solteros, se produce un aumento en

la probabilidad de encontrar empleo para aquellas personas que están casadas o separadas/divorciadas, lo que podría estar relacionado con la existencia de cargas familiares.

Por su parte, el parámetro asociado a la variable que mide el crecimiento del PIB a nivel provincial, resultó estadísticamente significativo en todas las estimaciones para un nivel de confianza superior al 99%, confirmandose, a través del signo del parámetro estimado, que aquellas provincias que registran un mayor crecimiento del PIB son en las que existe mayor probabilidad de encontrar empleo.

Por último, la variable objeto de análisis, la tasa de inmigración, resultó también estadísticamente significativa con un nivel de confianza superior al 99% en todas las estimaciones, si bien el signo asociado a dicha variable resultó diferente dependiendo de la muestra utilizada. Cuando se estima el modelo para los datos del primer trimestre de 2005 se obtiene un signo negativo, lo que estaría indicando que la probabilidad de encontrar un empleo para un individuo concreto se reduce si éste reside en una provincia con una elevada tasa de inmigración, en cuyo caso indicaría que existe un impacto negativo de la inmigración sobre las oportunidades de empleo de la población nativa.

Sin embargo, estos resultados no son extrapolables en el tiempo. De hecho al realizar la estimación del modelo para la muestra correspondiente al año 2006 se obtiene que el signo asociado al parámetro de la tasa de inmigración resulta positivo y significativo, indicando por tanto que existe una relación directa entre inmigración y probabilidad de encontrar un empleo. De nuevo, al estimar el modelo incluyendo ambas muestras, 2005 y 2006, se corrobora el signo positivo de la variable tasa de inmigración.

La incoherencia en los signos obtenidos entre las estimaciones muestrales de los años 2005 y 2006 está relacionada con dos

Cuadro n.º 1

Resultados estimación modelo logit**Variable endógena: Probabilidad de estar empleado en la semana de referencia habiendo estado parado o inactivo en el año anterior**

	Muestra EPA 2005.T1			Muestra EPA 2006.T1			Muestra EPA 2005.T1 y 2006.T1		
	Coeficiente	Desviación estándar	Efecto marginal	Coeficiente	Desviación estándar	Efecto marginal	Coeficiente	Desviación estándar	Efecto marginal
Sexo (1)	-0,4555 ***	0,0054	-0,0019	-0,2216 ***	0,0053	-0,0008	-0,3392 ***	0,0038	-0,0013
Edad (años)	-0,0705 ***	0,0003	-0,0003	-0,0689 ***	0,0002	-0,0002	-0,0695 ***	0,0002	-0,0003
Estado civil									
Soltero (2)									
Casado	0,7804 ***	0,0087	0,0029	0,8380 ***	0,0081	0,0027	0,8152 ***	0,0059	0,0029
Viudo	0,4441 ***	0,0242	0,0020	-0,9693 ***	0,0404	-0,0025	-0,0766 ***	0,0201	-0,0003
Separado / divorciado	1,0753 ***	0,0185	0,0072	1,5116 ***	0,0140	0,0113	1,3543 ***	0,0111	0,0104
Estudios									
(años de estudio)	0,1083 ***	0,0008	0,0004	0,1324 ***	0,0007	0,0004	0,1220 ***	0,0005	0,0005
Tasa inmigración (5)	-1,2399 ***	0,0468	-0,0048	2,5030 ***	0,0438	0,0084	0,7654 ***	0,0318	0,0029
Cto. PIB ult. 5 años (5)	1,1063 ***	0,0576	0,0043	0,7550 ***	0,0559	0,0025	0,9305 ***	0,0401	0,0035
Constante	-2,6800 ***	0,0155	-	-3,2696 ***	0,0151	-	-3,0018 ***	0,0108	-
Bondad global del modelo									
LR (3)	294.858,70			339.012,24			626.179,36		
Pseudo R2	0,1603			0,1708			0,1637		
N obs	56.479			55.730			112.209		
N obs. Pond. (4)	13.896.772			13.700.009			27.596.781		

Notas:

*** Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 99% ** Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 95%; * Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 90%.

Los efectos marginales se han calculado en los valores medios muestrales de cada variable. El efecto marginal mide cuánto cambia la probabilidad de encontrar empleo cuando la variable explicativa se incrementa en una unidad. En el caso de variables dummy, el efecto marginal mide el cambio en la probabilidad estimada cuando la variable cambia de 0 a 1.

(1) Hombre 0; Mujer 1

(2) Categoría de referencia

(3) El estadístico obtenido en el contraste de razón de verosimilitudes (LR) se define como $LR=2(\ln LSR - \ln LR)$ donde $\ln LSR$ y $\ln LR$ son los logaritmos de la función de verosimilitud del modelo sin restringir y restringido, respectivamente, donde el modelo restringido es aquel donde el valor de los coeficientes de todas las variables explicativas valen 0. La distribución de este estadístico bajo la hipótesis nula de cumplimiento de la restricción es una χ^2 con tantos grados de libertad como restricciones impuestas.

Fuente: Elaboración propia (EPA, Contabilidad Regional de España y Padrón 2005)

(4) Los resultados que se muestran se corresponden a la estimación realizada a partir de la muestra ponderada por el factor de elevación.

(5) Las variables tasa de inmigración y crecimiento del PIB están ambas medidas en tantos por uno.

Ceuta y Melilla no incluidas en el análisis por llevar asociadas elevados errores de muestreo.

Fuente: Elaboración propia (EPA, Contabilidad Regional de España y Censo de población 2005)

posibles explicaciones. La primera de ellas podría estar asociada con la crítica habitual que se hace a los trabajos que analizan el efecto de la inmigración sobre la situación laboral de la población nativa bajo una perspectiva regional, pues la población extranjera se concentra no aleatoriamente en aquellas regiones con mayor actividad económica y crecimiento del empleo, indicando por tanto que a pesar de haber incluido en el modelo el crecimiento del PIB provincial para controlar este efecto, la distribución no aleatoria de los inmigrantes no ha podido ser aislada por completo, en parte por las características del periodo muestral analizado. La estimación del modelo considerando un periodo temporal más amplio en el que puedan tenerse en cuenta situaciones expansivas del ciclo económico pero también otras situaciones de bajo crecimiento de la economía española, permitirá mejorar y concretar más los resultados obtenidos en esta primera aproximación.

Una segunda explicación está relacionada con la dudosa significatividad del parámetro asociado a la tasa de inmigración. Como ya se ha dicho, la especificación del modelo utilizado en este trabajo presenta el problema de mezcla de observaciones, siendo por ello sensible a la crítica realizada por Moulton en su célebre trabajo de 1990. Al mezclar observaciones de individuos y datos agregados por regiones, las desviaciones estándar de los parámetros quedan incorrectamente calculadas y por tanto los contrastes de significatividad se ven afectados. Por este motivo, en la siguiente sección se analiza en detalle la repercusión de la mezcla de datos micro y agregados sobre los resultados de la estimación.

5. INCORPORACIÓN DE LA CORRECCIÓN DE MOULTON A LOS RESULTADOS OBTENIDOS

De forma general, el problema identificado por Moulton en 1990 se plantea en mo-

delos de corte transversal o de datos de panel estimados por mínimos cuadrados ordinarios, cuando sobre las unidades que se están estudiando, (personas, trabajadores, familias, etc.), se incluyen, además de variables específicas de las anteriores unidades, variables agregadas sobre las características de sectores, provincias, países, etc. Intuitivamente es fácil admitir que las unidades que pertenezcan a una unidad de agregación o grupo (por ejemplo provincia) estén relacionadas con alguna de las variables incluidas en el modelo como explicativas, supongamos la tasa de crecimiento del PIB, pero también con otras variables omitidas o no observables que harán que la perturbación esté correlacionada dentro de cada grupo. Si las perturbaciones presentan correlación, ésta podría ser de la forma especificada por Moulton:

$$E(u) = \sigma^2 V = \sigma^2 [(1 - \rho)I_n + \rho ZZ'] \quad (2)$$

siendo Z la matriz (nxj) de 0 y 1, que indica la pertenencia del individuo al grupo y la correlación intragrupo de la perturbación.

La existencia de correlación intragrupo tiene graves efectos sobre las estimaciones de las desviaciones estándar de los parámetros, ya que si bien los estimadores mínimo cuadráticos son insesgados, la matriz de varianzas de los parámetros no tiene la fórmula usual $Var(\beta) = \sigma^2 (X'X)^{-1}$, sino que la correcta expresión es:

$$Var(\beta) = \sigma^2 (X'X)^{-1} X'V(X'X)^{-1} \quad (3)$$

con lo que la aplicación de los habituales contrastes del estadístico t es incorrecta. Pero aún en el supuesto de que podamos estimar la varianza de β con la última expresión, si conocemos V , no podríamos utilizar su valor en el cálculo del estadístico t , ya que no se cumplen las hipótesis en base a las que se constituyó el contraste. Adicionalmente, no se cumple tampoco el que los estimadores MCO tengan varianza mínima y

el supuesto de independencia entre las x y la u debe ser confirmado. Este supuesto también es violado ante la más que probable endogeneidad de la variable tasa de inmigración, lo que obligaría a estimar el modelo por algún procedimiento que utilice variables instrumentales, es decir variables correlacionadas con la tasa de inmigración pero supuestamente incorrelacionadas con la perturbación aleatoria. Sin embargo, esta alternativa raramente es utilizada por la dificultad de encontrar instrumentos adecuados para la variable inmigración.

La literatura presenta varias soluciones a la posible existencia de correlación intragrupo. En primer lugar podríamos estimar las desviaciones estándar con el esquema propuesto por Moulton y analizar de forma más estricta la significatividad de los parámetros.

Otra solución, planteada por Bertrand, Duflo y Mullainathan (2004) entre otros, es colapsar los datos a nivel de grupo siempre que el número de estos sea suficientemente grande. Evidentemente al colapsar los datos podemos suponer que las perturbaciones son esféricas y que la estimación por mínimos cuadrados ordinarios nos proporcionará estimadores insesgados y óptimos, pero perdemos información sobre el impacto a nivel de individuo de variables de interés.

En el contexto del modelo logit, la estimación se realiza por maximoverosimilitud y no por MCO, pero el problema derivado de la correlación de la perturbación aleatoria por agregación de observaciones se mantiene y en consecuencia los contrastes sobre los parámetros no son fiables. Algunos autores como Gius (1999) y Burg-

Cuadro n.º 2
Desviación estándar y estadístico t según la corrección de Moulton
Muestra EPA 2005.T1

	Coeficiente	Desviación estándar		t - Student		Significación estadística	
		Sin ajuste	Con ajuste	Sin ajuste	Con ajuste	Sin ajuste	Con ajuste
Sexo (1)	-0,0056	0,0001	0,0039	-87,4963	-1,4245	***	-
Edad (años)	-0,0006	0,0000	0,0001	-296,4263	-4,8259	***	***
Estado civil							
Soltero							
Casado	-0,0053	0,0001	0,0058	-56,2080	-0,9151	***	-
Viudo	0,0008	0,0001	0,0081	5,6971	0,0928	***	-
Separado o divorciado	-0,0033	0,0002	0,0139	-14,4683	-0,2355	***	-
Estudios (años de estudio)	0,0009	0,0000	0,0005	101,5688	1,6536	***	*
Tasa de inmigración (2)	-0,0156	0,0006	0,0340	-28,1003	-0,4575	***	-
Cto. PIB ult. 5 años (2)	0,0100	0,0007	0,0414	14,7926	0,2408	***	-
Constante	0,0479	0,0002	0,0119	247,9080	4,0360	***	***

*** Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 99% ** Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 95%; * Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 90%.

(1) Hombre 0; Mujer 1

(2) Las variables tasa de inmigración y crecimiento del PIB están ambas medidas en tanto por uno. Los datos ajustados se obtuvieron aplicando la transformación de Moulton (1990).

Fuente: Elaboración propia.

man (2002) pretenden solucionar este problema aplicando el esquema de Moulton (1990) a la estimación por maximoverosimilitud. Sin embargo, realmente no se trata de una solución sino más bien de establecer un nivel de exigencia mayor no contrastado. La expresión corregida de la desviación estándar de los parámetros en el modelo logit no se obtiene de forma fácil ni inmediata y aplicar las conclusiones y fórmulas derivadas en el contexto de un modelo lineal estimado por MCO sobre los resultados estimados en un modelo logit por máxima verosimilitud sin mayores garantías, no deja de ser una salida de emergencia.

En consecuencia hemos seguido un camino alternativo en dos etapas en el que, al menos, se cuestiona la importancia de las variables agregadas, es decir de las varia-

bles que presentan variación espacial entre provincias y no entre individuos. En la primera etapa se estima el modelo logit en su versión de modelo lineal de probabilidad por MCO, obteniendo conclusiones sobre signo y significatividad de parámetros iguales a las obtenidas en la estimación por máxima verosimilitud. En una segunda etapa aplicamos la transformación de Moulton sobre el modelo lineal y obtenemos así unas nuevas desviaciones estándar, más exigentes, y que nos permiten afirmar que la significatividad obtenida en los parámetros de las variables explicativas es, cuando menos, sospechosa (cuadros n.º 2, 3 y 4).

Como se observa de los cuadros n.º 2 al 4, tras realizar la corrección de Moulton, tan sólo el parámetro de la variable edad continúa siendo significativo en las tres mues-

Cuadro n.º 3
Desviación estándar y estadístico t según la corrección de Moulton
Muestra EPA 2006.T1

	Coeficiente	Desviación estándar		t - Student		Significación estadística	
		Sin ajuste	Con ajuste	Sin ajuste	Con ajuste	Sin ajuste	Con ajuste
Sexo (1)	-0,0056	0,0001	0,0039	-87,4963	-1,4245	***	-
Edad (años)	-0,0006	0,0000	0,0001	-296,4263	-4,8259	***	***
Estado civil							
Soltero							
Casado	-0,0053	0,0001	0,0058	-56,2080	-0,9151	***	-
Viudo	0,0008	0,0001	0,0081	5,6971	0,0928	***	-
Separado o divorciado	-0,0033	0,0002	0,0139	-14,4683	-0,2355	***	-
Estudios (años de estudio)	0,0009	0,0000	0,0005	101,5688	1,6536	***	*
Tasa de inmigración (2)	-0,0156	0,0006	0,0340	-28,1003	-0,4575	***	-
Cto. PIB ult. 5 años (2)	0,0100	0,0007	0,0414	14,7926	0,2408	***	-
Constante	0,0479	0,0002	0,0119	247,9080	4,0360	***	***

*** Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 99% ** Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 95%; * Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 90%.

(1) Hombre 0; Mujer 1

(2) Las variables tasa de inmigración y crecimiento del PIB están ambas medidas en tanto por uno. Los datos ajustados se obtuvieron aplicando la transformación de Moulton (1990).

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 4
Desviación estándar y estadístico t según la corrección de Moulton
Muestra EPA 2005.T1 y 2006.T1

	Coeficiente	Desviación estándar		t - Student		Significación estadística	
		Sin ajuste	Con ajuste	Sin ajuste	Con ajuste	Sin ajuste	Con ajuste
Sexo (1)	-0,0042	0,0000	0,0057	-90,7502	-0,7446	***	-
Edad (años)	-0,0007	0,0000	0,0002	-425,4691	-3,4908	***	***
Estado civil						***	
Soltero						***	
Casado	-0,0041	0,0001	0,0084	-59,9049	-0,4915	***	-
Viudo	0,0012	0,0001	0,0118	11,8718	0,0974	***	-
Separado o divorciado	0,0020	0,0002	0,0195	12,6157	0,1035	***	-
Estudios (años de estudio)	0,0011	0,0000	0,0008	170,7192	1,4007	***	-
Tasa de inmigración (2)	0,0090	0,0004	0,0492	22,3728	0,1836	***	-
Cto. PIB ult. 5 años (2)	0,0088	0,0005	0,0600	17,9341	0,1471	***	-
Constante	0,0456	0,0001	0,0172	323,5167	2,6543	***	***

*** Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 99% ** Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 95%; * Parámetro estadísticamente significativo con un nivel de confianza superior al 90%.

(1) Hombre 0; Mujer 1

(2) Las variables tasa de inmigración y crecimiento del PIB están ambas medidas en tanto por uno. Los datos ajustados se obtuvieron aplicando la transformación de Moulton (1990).

Fuente: Elaboración propia.

tras, mientras que el parámetro de la variable estudios resulta significativo con un nivel de confianza del 90% en la muestra del año 2005, y con un nivel de confianza del 95% en la muestra del año 2006, sin embargo no resultó significativo en el panel que agrega ambos periodos. Para el resto de variables, incluida la tasa de inmigración, los parámetros resultaron no ser estadísticamente significativos en ninguna de las muestras analizadas.

El análisis realizado en el apartado anterior, junto con los resultados obtenidos tras la corrección estadística del modelo especificado, nos conducen a afirmar que, hasta el momento y con los datos utilizados en la presente investigación, no existe evidencia empírica suficiente como para afirmar que la

inmigración esté generando un efecto negativo significativo sobre las oportunidades de empleo de la población nativa, resultado que corrobora los obtenidos en otras investigaciones empíricas realizadas tanto internacional como nacionalmente.

6. CONCLUSIONES

La inmigración es un fenómeno muy reciente en España y tiene unas características diferenciales respecto al resto de países desarrollados de acogida. En primer lugar, en muy poco tiempo, España ha pasado de ser un país emisor de emigrantes a ser un país receptor de inmigración. En segundo lugar, la llegada de población inmigrante a nuestro país se ha producido de forma muy

rápida y, en muy poco tiempo, se ha pasado de tener una tasa de inmigración muy poco significativa a alcanzar cifras similares a las de otros países de acogida con mucha mayor experiencia en el proceso. El cambio que produce la inmigración sobre las sociedades es de tal intensidad que existe un gran interés desde todos los ámbitos por analizar su impacto en los órdenes político, social y económico.

Desde el punto de vista económico, una de las cuestiones de interés al analizar los efectos de la inmigración en el país de acogida, es cómo afectará la llegada de población extranjera a la situación laboral de la población nativa. En este trabajo se pretende arrojar luz al caso español, analizando el efecto de la inmigración sobre la probabilidad de encontrar un empleo de la población nacional.

Con este fin se plantea un modelo econométrico de corte transversal a través del cual se analiza si en aquellas provincias donde existen elevadas tasas de población extranjera se produce una disminución de la probabilidad de encontrar un empleo para la población nativa. Para ello se plantea un modelo logit en el que la variable a explicar es la probabilidad de realizar la transición laboral desde la no ocupación (paro o inactividad) al empleo, estimándose a partir de microdatos procedentes de la EPA relativos a los años 2005 y 2006, utilizando la nueva EPA 2005 que incluye una serie de cambios metodológicos que impiden ampliar el periodo muestral para incluir datos anteriores a 2005. Dicha probabilidad se hace depender de características personales del individuo (sexo, edad, nivel de estudios, estado civil), de la tasa de inmigración y del crecimiento del PIB provincial en los últimos cinco años. La inclusión de esta última variable pretende controlar el hecho de que la población extranjera acude a aquellas regiones económicamente más dinámicas, pues en ellas la probabilidad de encontrar un empleo es mayor.

Los resultados obtenidos para el año 2005, muestran un impacto negativo de la inmigración sobre los procesos de búsqueda de empleo de la población nacional, mostrando que en aquellas provincias con mayores tasas de inmigración resulta más difícil para los nacionales encontrar un empleo. Sin embargo, la estimación del mismo modelo con datos del año 2006 arroja como resultado que en aquellas provincias donde mayor es la tasa de inmigración, mayor es la probabilidad de encontrar empleo. La estimación conjunta del panel para los años 2005 y 2006 confirma de nuevo el signo positivo de la variable inmigración.

Para tratar de explicar las diferencias en el signo del parámetro estimado en las distintas muestras alternativas hay que tener presente que el modelo estimado presenta el problema, identificado por Moulton en 1990, de que al mezclar datos de corte transversal individuales y datos agregados existe correlación intragrupo en la perturbación aleatoria, lo que genera, entre otros, problemas de ineficiencia en los estimadores. La corrección de este desajuste estadístico sobre los resultados de la estimación logit muestra la ausencia de significatividad estadística en algunos de los parámetros incluidos en el modelo, y más concretamente en el parámetro asociado a la variable de interés, la tasa de inmigración.

Del análisis aquí presentado puede deducirse que hasta ahora el impacto de la inmigración sobre la transición laboral de la población nativa a situaciones de empleo ha sido prácticamente nulo. No obstante, es preciso señalar que la información utilizada en este artículo presenta algunas limitaciones que deben ser tenidas en cuenta al considerar las conclusiones, pues de una parte sólo se ha analizado el periodo temporal 2005-2006 sin haber podido considerar como variable explicativa el efecto del cambio del ciclo económico, así como la imposibilidad de diferenciar en la transición hacia el empleo entre situaciones de partida

de paro o inactividad por la desaparición de las variables retrospectivas de la EPA a partir de 2005. Por ello, el análisis aquí presentado deberá ampliarse a medida que puedan incluirse situaciones menos expansivas del ciclo económico, pues esta situación en

que la inmigración afecta escasamente a la situación laboral de los nativos difícilmente podrá mantenerse en el futuro cuando el ciclo económico de la economía española se encuentre en una fase menos favorable.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALTONJI, J. y CARD, D. (1991): «The Effects of Immigration on The Labor Market Outcomes of Less-Skilled Natives», en: J.M. Abowd y R.B. Freeman (Eds.) *Immigration, Trade and Labor*, Chicago: University of Chicago Press.
- AMUEDO-DORANTES, C. y DE LA RICA, S. (2005): «Immigrants' Responsiveness to Labor Market Conditions and Its Implications on Regional Disparities: Evidence from Spain», IZA Discussion Papers 1557.
- ANTOLÍN, P. y BOVER, O. (1997): «Regional migration in Spain: The effect of personal characteristics and of unemployment, wage and house price differentials using pooled crosssections», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 59 (2): 215-35
- ARELLANO, M. y BOVER, O. (2002): «Learning about migration decisions from the migrants: using complementary datasets to model intraregional migrations in Spain», *Journal of Population Economics*, 15: 357-380.
- BENTOLILA, S. (1997): «La inmovilidad del trabajo en las regiones españolas», *Papeles de Economía Española* 72: 168-176.
- BENTOLILA, S. (2001): «Las migraciones interiores en España», Documento de trabajo FEDEA nº 2001-07.
- BENTOLILA, S. y BLANCHARD, O. (1990): «Spanish unemployment», *Economic Policy*, 10: 233-265.
- BENTOLILA, S. y DOLADO, J.J. (1991): «Mismatch and internal migration in Spain 1962-86», en F. Padoa Schioppa (ed.), *Mismatch and labour mobility*, Cambridge: Cambridge University Press.
- BERTRAND, M., DUFLO, E. y MULLAINATHAN, S. (2004): «How Much Should We Trust Differences-in-Differences Estimates?», *Quarterly Journal of Economics*, 119 (1): 249-75.
- BORJAS, G. (1983): «The Substitutability of Black, Hispanic, and White Labor», *Economic Inquiry* 21 (1): 93-106.
- BORJAS, G. (1999): *Heaven's Door: Immigration Policy and the American Economy*. Princeton University Press.
- BORJAS, G., FREEMAN, R. y KATZ, L. (1996): «Searching for the Effect of Immigration on the Labor Market», *American Economic Review*, 86 (2): 246-51.
- BORJAS, G., FREEMAN, R. y KATZ, L. (1997): «How much do Immigration and Trade Affect Labor Market Outcomes», *Bookings Papers on Economic Activity*, 1:1-90.
- BOVER, O. y VELILLA, P. (1999): «Migrations in Spain: Historical background and current trends», Banco de España, Working paper 9909.
- BURGMAN, R. (2002): «An empirical examination of the influence of audit levels and tax policy on tax preparer usage by taxpayers», University of Florida, mimeo.
- CARD, D. (1990): «The Impact of the Mariel Boatlift on the Miami Labor Market», *Industrial and Labor Relation Review* 43(2): 245-257.
- CARD, D. (2001): «Immigrants inflows, native outflows, and the local labor market impacts of higher immigration», *Journal of Labor Economics*, 19 (1): 22-64.
- CARRASCO, R., JIMENO, J.F. y ORTEGA, A.C. (2004): «The Effect of Immigration on the Employment Opportunities of Native-Born Workers: Some Evidence for Spain», Documentos de trabajo Universidad Carlos III, Economic series 61.
- COHEN S., y PASERMAN, D. (2004): «Mass migration to Israel and natives' employment outcomes», IZA Discussion Papers 1319.
- DE NEW, J. P. y ZIMMERMANN, K. (1994): «Native Wage Impacts of Foreign Labor: A Random Effects Panel Analysis», *Journal of Population Economics* 7 (2): 177-192.
- DOLADO J.J., JIMENO, J.F. y DUCE, R. (1997): «Los efectos de la inmigración sobre la demanda relativa de trabajo cualificado vs poco cualificado: evidencia para España» *Cuadernos económicos de ICE*, 63: 11-29
- FIX, M., y PASSEL, J. (1994): *Immigration and Immigrants: Setting the Record Straight*. Washington D.C.: The Urban Institute.
- FRIEDBERG, R. y HUNT, J. (1995): «The Impact of Immigration on Host Country Wages, Employment and Growth», *Journal of Economic Perspectives* 9 (2): 23-44.
- GANG I., RIVERA-BATIZ, F.L. y YUN, M. (1999): «Immigrants and unemployment in the European Community: from the eyes of natives», IZA Discussion Paper 70.
- GIUS, M. (1999): «The Economics of the Criminal Behavior of Young Adults: Estimation of an Economic Model of Crime with a Correction for Aggregate Market and Public Policy Variables», *American Journal of Economics and Sociology* 58 (4): 947-957
- GREENWOOD, M. y MCDOWELL, J. (1986): «The Factor Market Consequences of U.S. Immigration», *Journal of Economic Literature* 24 (4): 1738-1772.
- GROSSMAN, J. (1982): «The Substitutability of Natives and Immigrants in Production», *Review of Economics and Statistics* 64 (4): 596-603.
- JAEGER, D. (1996): «Degrees Matter: New Evidence on Sheepskin Effects in the Returns to Education», *Review of Economics and Statistics* 78 (4): 733-740.
- MOULTON, B. R. (1990): «An illustration of a pitfall in estimating the effects of aggregate variables on micro units», *Review of Economics and Statistics* 72 (2): 334-338.
- LALONDE, R. y TOPEL, R. (1991): «Labor Market Adjustments to Increased immigration». En: ABOWD J. M. y FREEMAN, R. B. (Eds.), *Immigration, trade, and the labor market*. Chicago and London: University of Chicago Press, 1991, pp. 167-99.
- OCDE (2000): *Employment Outlook 2000*. París, julio.

- PISCHKE, J y VELLING, J. (1997): «Employment Effects of Immigration to Germany: an Analysis Based on Local Labor Markets», *Review of Economics and Statistics* 79 (4): 594-604.
- RÓDENAS, C. (1994): «Migraciones interregionales en España (1960-1989): cambios y barreras», *Revista de Economía Aplicada* 2 (4): 5-36.
- VENTURINI A. y VILLOSIO, C. (2002): «Are Immigrants Competing with Natives in the Italian Labour market? The Employment Effect», IZA Discussion Paper nº 467.
- WINKELMANN, R. y ZIMMERMANN, K. (1993): «Ageing, migration and labour Mobility», en JOHNSON, P. y ZIMMERMANN, K. F. (Eds) *Labour Markets in an Ageing Europe*, Centre for Economic Policy Research. Cambridge: Cambridge University Press
- WINTER-EBMER R. y ZWEIMÜLLER, J. (1999): «Do immigrants displace young native workers: The Austrian Experience», *Journal of Population Economics*, 12 (2): 327-340.

Un análisis de la heterogeneidad empresarial en la Unión Europea. Implicaciones para la política europea de fomento empresarial

En este trabajo, en primer lugar, se plantea una panorámica de la evolución reciente y de la situación actual de la política europea de promoción del espíritu empresarial y de fomento de la pyme. A continuación, aplicando técnicas de análisis cluster a un conjunto de variables proxy, se identifican grupos homogéneos de países de la UE en función de su dinamismo emprendedor y de las características de su tejido empresarial. Finalmente, se reflexiona sobre las implicaciones que tiene la coexistencia de diversos modelos empresariales en la UE sobre el planteamiento de la política europea de fomento empresarial.

Lan honetan, lehenbizikoz, ETEaren enpresa eta sustapen espirtua bultzatzea helburu duen Europako politikaren oraintsuko bilakaeraren eta oraingo egoeraren ikuspegi bat azaltzen da. Ondoren, proxy aldagaien multzo bati kluster analisiaren teknikak aplikatuz, EBko herrialdeen talde homogeneoak identifikatzen dira beraien dinamismo ekintzailearen eta beraien enpresa-egituraren ezaugarrien arabera. Azkenik, enpresak sustatzeko Europako politikaren azalpenari dagokionez EBan enpresa eredu ezberdinak batera egoteak dituen ondorioei buruz hausnarketa bat egiten da.

In this article, firstly, we review panoramically the recent evolution and the current situation of the European policy to promote entrepreneurship and support SMEs. Then, applying cluster analysis techniques to a group of proxy variables, several homogeneous groups of countries are identified regarding their enterprising dynamism and the characteristics of their enterprise system. Finally, we consider the implications that the coexistence of several entrepreneurial models in EU has for the design of the European entrepreneurship policy.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. La política europea de fomento empresarial (1996-2005)
 3. La heterogeneidad empresarial de Europa. Modelos empresariales en la Unión Europea.
 4. Conclusión. Implicaciones respecto al diseño de la política europea de fomento empresarial
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: política de fomento empresarial, emprendedores, pymes

Keywords: entrepreneurship policy, entrepreneurs, SMEs

N.º de clasificación JEL: L53, M13.

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años se viene constatando la importancia del dinamismo emprendedor como factor condicionante del crecimiento económico y la creación de empleo (Audretsch, 2002 y 2003; Audretsch y Thurik, 2002; Carree y Thurik, 2003; Reynolds *et al.*, 2002 y 2003; van Stel *et al.*, 2005). A este respecto, diversos indicadores coinciden en apuntar a la existencia de eficiencias significativas en el espíritu emprendedor en las economías de la Unión Europea (UE), (Romero y Fernández, 2005; Martí y García, 2006). Concretamente, en el marco del *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM)¹ se ha introducido como indicador del

dinamismo emprendedor el índice TEA («total entrepreneurial activity»), o índice de actividad emprendedora total. Este indicador se define como el número de empresarios nacientes que a lo largo del último año han desarrollado alguna actuación tendente a poner en marcha un nuevo negocio; junto a los propietarios y gerentes de empresas en funcionamiento con menos de 42 meses de actividad, expresado todo ello como porcentaje de la población en edad de trabajar (entre 18 y 64 años) (Autio, 2006). En este sentido, en 2005 la UE presentó un índice de actividad emprendedora total del 5,2%, por debajo de EE.UU. con un índice del 11,4%, y del resto de países de alto nivel de renta que aparecen en el informe del GEM, con la única excepción de Japón (2,2%) (de la Vega *et al.*, 2006).

* Una versión inicial de este trabajo fue presentada en la VIII Reunión de Economía Mundial organizada por la Universidad de Alicante y la Sociedad de Economía Mundial (20-22 de abril de 2006. Alicante).

Los autores agradecen las valiosas aportaciones efectuadas por los evaluadores anónimos en el proceso de revisión del artículo.

¹ GEM es un proyecto de investigación internacional iniciado en 1999 con el objetivo de describir y analizar

los procesos de creación de empresas sobre una muestra amplia de países –42 en el informe de 2006–. Para una presentación general de la metodología y el diseño de este proyecto véase Reynolds *et al.* (2005).

Esta deficiencia en el dinamismo emprendedor en Europa, junto a las altas tasas de desempleo que han caracterizado a las economías europeas en comparación con otros países desarrollados a lo largo de las últimas dos décadas, han impulsado a la UE a desarrollar un programa de acción enfocado a la promoción del espíritu empresarial y al fomento de la pyme². En especial, en los últimos años, se han multiplicado las actuaciones en esta dirección en función del exigente y estimulante reto definido en el Consejo Europeo de Lisboa de 2000 de convertir a la Unión «en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos» (Consejo Europeo, 2000a).

No obstante, al efectuar el diseño de la política de fomento empresarial se debe tener en cuenta que el impacto del dinamismo emprendedor sobre el crecimiento y el desarrollo económico presenta una naturaleza compleja. Ciertamente, la relación entre la actividad emprendedora y el PIB per cápita parece ajustarse a una curva en U, de modo que altos niveles de dinamismo emprendedor son característicos tanto de economías de alto nivel de renta como de bajo nivel de ingreso (Acs *et al.*, 2005). Este comportamiento se explica por la ausencia en las economías de bajo ingreso de un número significativo de grandes empresas que ocupen a un volumen importante de población activa, mientras que, sin embargo, sí abundan los autoempleados y los propietarios de pequeños negocios y explotaciones agrarias orientados a la subsistencia. Conforme se avanza en el desarrollo económico, el tamaño empresarial medio

se eleva, van apareciendo grandes empresas que actúan como empleadores y, por todo ello, se reduce la necesidad de recurrir a la actividad empresarial como medio de vida. No obstante, a partir de un cierto nivel de ingreso, la mejora de las condiciones económicas, de las infraestructuras de todo tipo y del funcionamiento institucional reduce los obstáculos y los riesgos asociados a las iniciativas empresariales, estimulando la aparición de emprendedores impulsados por la percepción en el mercado de oportunidades de negocio que no han sido explotadas.

Igualmente, van Stel *et al.* (2005) han puesto de manifiesto que el impacto del dinamismo emprendedor sobre el crecimiento económico no tiene un carácter lineal. De este modo, la actividad emprendedora se correlacionaría positivamente con el crecimiento del PIB en los países de alto nivel de ingreso, pero negativamente en los países pobres. En esta misma dirección, Stam *et al.* (2006) señalan que la presencia de emprendedores con ambición por el crecimiento es un determinante más importante de las tasas de crecimiento económico nacionales que la tasa de actividad emprendedora total.

Asimismo, pese a que los estudios empíricos disponibles a escala internacional permiten mantener con cautela la hipótesis de que las pymes estimulan el crecimiento económico (Audretsch y Thurik, 2002; Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2003), el papel de las pymes no parece ser el mismo en todo tipo de economías. En este sentido, Carree y Thurik (1999) muestran que la importancia relativa de las pymes en actividades industriales tiene un efecto positivo sobre el crecimiento en los países de renta más alta dentro de la UE, pero no en países europeos de menor renta, como España y Portugal.

² Un análisis más profundo de las justificaciones teóricas y empíricas de las políticas de fomento empresarial en la UE puede encontrarse en Romero y Fernández (2005).

En conjunto, estos resultados indican que el dinamismo emprendedor tiene características y resultados distintos, e incluso opuestos, en países con distintos niveles de desarrollo y con estructuras socioeconómicas diferentes. En consecuencia, si se quiere impulsar el dinamismo emprendedor como motor de crecimiento y desarrollo, resulta necesario profundizar previamente en el análisis cualitativo en torno al tipo de emprendedores y de pymes existentes en cada economía, considerando no sólo su «cantidad», sino también su «calidad» (Guzmán *et al.*, 2000; Guzmán y Santos, 2001; Romero y Santos, 2006 y 2007).

Estas consideraciones son directamente aplicables en el ámbito de la UE, dentro de la cual se aprecian diferencias significativas en las culturas y estructuras empresariales de los Estados miembros, que además se han acentuado tras las nuevas incorporaciones a la Unión. A este respecto, los datos del GEM para 2005 revelan diferencias importantes en el dinamismo emprendedor en los países de la UE, presentándose como casos extremos Hungría y Bélgica, con índices TEA del 1,9% y 3,9% respectivamente –los más bajos de la UE–, frente a tasas del 9,8% y 6,5% en Irlanda y Grecia –las más elevadas de la UE– (de la Vega *et al.*, 2006). Asimismo, el peso en el conjunto del tejido empresarial y las características de las pymes (dinamismo exportador e innovador, tamaño medio, etc.) en los distintos países de la UE son muy dispares. En el presente trabajo se defiende la tesis de que esta realidad plural debe ser tenida en consideración en el diseño de la política comunitaria de fomento empresarial a fin de elevar su eficacia y eficiencia, adaptándola a las características peculiares de la cultura y la estructura empresarial en las distintas regiones europeas.

Con este propósito, se presenta, en primer lugar, una panorámica de la situación actual y de las tendencias en el ámbito de la

política europea de fomento empresarial. A continuación, aplicando técnicas de análisis *cluster* a un conjunto de variables *proxy*, se identifican grupos homogéneos de países de la UE en función de su dinamismo emprendedor y de las características de su tejido empresarial. Finalmente, se reflexiona sobre las implicaciones que tiene la coexistencia de estos modelos empresariales diferenciados sobre el diseño de la política europea de fomento empresarial.

2. LA POLÍTICA EUROPEA DE FOMENTO EMPRESARIAL (1996-2005)

A continuación, se presenta una visión panorámica de la evolución reciente y la situación actual de la política de fomento empresarial comunitaria, considerando sus principales referentes y contenidos.

2.1. Principales hitos

La política europea de fomento empresarial en los ochenta y primeros noventa estaba representada por un conjunto disperso y heterogéneo de actuaciones en apoyo de la pyme. Este ámbito de acción comunitaria empezó a adquirir cierta coherencia con la aprobación del Programa Integrado en favor de las pyme y del Artesanado (Comisión Europea, 1996), que supuso un avance en la coordinación de la política empresarial con otras políticas y programas comunitarios con impacto sobre la pyme, así como con otras políticas de los Estados miembros.

Con posterioridad, la Comisión creó, por invitación del Consejo, un grupo operativo formado por empresarios, responsables de las administraciones públicas y expertos, con el objetivo de elaborar un informe independiente en el que se propusieran medidas concretas para eliminar los obstáculos innecesarios al desarrollo de las empresas,

especialmente de las pymes. El Informe del grupo operativo para la simplificación del entorno empresarial (BEST) planteó una serie de recomendaciones relativas a la mejora de la administración pública, a nuevos enfoques en materia de educación, formación y lugar de trabajo o al acceso a la financiación y la ayuda a la innovación (Comisión Europea, 1998). A partir de estas recomendaciones, se elaboraría el Plan de acción «Fomento del espíritu empresarial y la competitividad» aprobado por el Consejo de Industria en abril de 1999.

Un referente de especial carga simbólica en el ámbito de la política europea de fomento empresarial es la Carta Europea para las Pequeñas Empresas (Consejo Europeo, 2000b), adoptada en el Consejo de Asuntos Generales el 13 de junio de 2000 y refrendada en el Consejo de Feira de los días 19 y 20 de junio del mismo año. En ella se plantean recomendaciones para apoyar a las pequeñas empresas en relación a diez ámbitos principales: la educación y la formación del espíritu empresarial; la aceleración y el abaratamiento del acceso a Internet; un mejor aprovechamiento del mercado único; la fiscalidad y las cuestiones financieras; la promoción de la capacidad tecnológica, el uso de modelos de empresa electrónica; próspera; el apoyo de alto nivel a la empresa y el logro de una representación más fuerte y eficaz de los intereses de las pequeñas empresas a escala nacional y comunitaria.

No obstante, el principal instrumento de la Dirección General de Empresa e Industria de la Comisión Europea para la promoción del *entrepreneurship* y la dinamización de las pymes son los programas plurianuales en favor de la pyme. En la última década se han ejecutado dos: el tercero, aprobado por Decisión del Consejo de 9 de diciembre de 1996 y el cuarto o «Programa plurianual de la Empresa y el Espíritu Empresarial 2001-2005»³ (Consejo Europeo, 2000c).

El debate en torno a la necesidad de redoblar los esfuerzos para alcanzar una Europa más emprendedora se enriqueció significativamente con el Libro Verde «El espíritu empresarial en Europa» (2003). En él la Comisión Europea (2003) defendió un enfoque exhaustivo de la promoción del espíritu empresarial, desplegado a tres niveles: el individuo, promoviendo la aparición de vocaciones empresariales; la empresa, garantizando un entorno favorable para su creación y desarrollo; y la sociedad, estimulando una cultura empresarial que implique una alta valoración del empresario y una mejor asunción del fracaso, como eventualidad normal en la actividad empresarial, cuyas consecuencias no deberían imposibilitar el desarrollo de otras iniciativas emprendedoras con posterioridad. El Libro Verde suscitó un debate público en el que participaron tanto particulares como organizaciones públicas, universidades, organizaciones empresariales y otros agentes. Como resultado de todo el proceso, la Comisión presentó el Plan de Acción en favor del espíritu empresarial (Comisión Europea, 2004).

Por último, la Comisión Europea propuso en 2005 un nuevo programa marco para la competitividad y la innovación (Competitiveness e Innovation framework Programme –CIP–) (Comisión Europea, 2005a) con el objetivo primordial de estimular el crecimiento sostenible y el empleo de calidad en la UE. Con un respaldo presupuestario de 4.200 millones de euros para un período de siete años (2007-2013), este programa reúne iniciativas ya existentes junto a otras nuevas y está dirigido fundamentalmente a la pyme.

2.2. Principales medidas

³ En 2004 se decidió extender la aplicación de este programa, sin modificaciones, por un año más, hasta la entrada en vigor en 2007 del nuevo programa más amplio de impulso a la competitividad y la innovación propuesto por la Comisión Europea (2005a).

En ejecución de los planes presentados en el apartado anterior se han impulsado desde instancias comunitarias un variado conjunto de acciones. A continuación, se presentan, esquemáticamente, algunas de las principales medidas planteadas, clasificándolas en seis ámbitos materiales de actuación:

A. Promoción de la cultura empresarial y de la educación empresarial.

La política europea de fomento empresarial se propone promover el espíritu empresarial como capacitación social valiosa y productiva. Para ello la Comisión ha desarrollado, entre otras, las siguientes actuaciones:

- Realización de campañas de promoción del espíritu empresarial.
- Creación del premio para jóvenes empresarios europeos.
- Respaldo a la creación de una Red Europea de Educación Empresarial, formada por centros educativos directamente relacionados con la enseñanza de ciencias empresariales o con la formación de directivos.
- Identificación de las mejores prácticas en materia de educación empresarial ⁴.

B. Mejora de las condiciones de empleo y formación de los trabajadores.

La política europea de fomento empresarial ha prestado también atención a la incidencia que sobre el dinamismo empresarial tienen las condiciones de empleo y la dotación de capital humano de la empresa. A este respecto, se ha trabajado en la identificación de las mejores prácticas para la contratación del primer empleado o de la promoción de las habilidades y capacidades en

el manejo de las tecnologías de la información y de la comunicación –TIC– y se han desarrollado diversos programas e iniciativas comunitarias en materia de formación (Programa Leonardo da Vinci, programas cofinanciados por el Fondo Social Europeo, iniciativas comunitarias ADAPT y EMPLEO, etc.).

C. Mejora de la financiación y la fiscalidad de las pymes.

En los últimos años se han presentado diversas medidas en el ámbito comunitario orientadas a la mejora del entorno financiero de las pymes y de los emprendedores y a la adaptación de la fiscalidad a las características específicas de este tipo de empresas:

- Utilización de instrumentos de apoyo financiero en forma de préstamos, garantías o subvenciones a través del Banco Europeo de Inversiones, del Fondo Europeo de Inversiones o de los fondos estructurales.
- Diseño de programas de financiación específicos, como el Mecanismo Europeo para la Tecnología (MET), el Mecanismo de Garantía PYME y el Programa *Joint European Venture* (JEV).
- Fomento de la actividad de los inversores informales (*business angels*) y contribuir a la identificación de mejores prácticas y a la creación de EBAN (*European Business Angel Network*).
- Identificación de las mejores prácticas en materia de sistemas de garantías y garantía recíproca.
- Cambios en la regulación del IVA, a fin de facilitar a las pymes la gestión del impuesto y fomentar sus operaciones intracomunitarias.

D. Estimulo a la investigación, desarrollo tecnológico e innovación (I+D+I).

La política europea de fomento empresarial trata de propiciar un clima favorable a la

⁴ Para un análisis comparativo de la evolución de la educación empresarial en EE.UU. y Europa véase Guzmán y Liñán (2005).

creación y al crecimiento de empresas innovadoras. En esta dirección las acciones más destacadas han sido las siguientes:

- Creación de la iniciativa *eEurope*, orientada a la difusión del uso de las tecnologías de la información en la Unión, que contempla en su plan de acción medidas con una especial repercusión sobre la pyme.
- Participación de las pymes en diversas iniciativas de los programas marco europeos de innovación y desarrollo tecnológico.
- Mantenimiento de los centros de enlace a la innovación y de los centros europeos de empresa e innovación (CEEI), como redes de asesoramiento y apoyo a las empresas en materia de tecnología e innovación, a fin de facilitar los procesos de transferencia tecnológica y la creación de empresas innovadoras.

E. Mejora del marco regulador.

Un aspecto fundamental para facilitar la aparición y el desarrollo de pymes es la creación de un entorno administrativo y normativo que facilite la actividad empresarial. Con este propósito la Unión Europea ha planteado las siguientes medidas:

- Elaboración de una nueva directiva europea sobre morosidad en las empresas que pretende mejorar la situación de tesorería de las pymes (Directiva 2000 /35/CE de 29 de junio).
- Introducción del sistema de evaluación de impacto de las propuestas legislativas en las empresas, en virtud del cual, cuando una propuesta legislativa puede repercutir significativamente sobre las empresas, procede la elaboración de un informe al respecto por la Dirección General responsable de la propuesta.

— Creación de la figura del representante de las pymes en la Comisión Europea, que actúa como intermediario entre las instituciones europeas y la comunidad empresarial con el objetivo de garantizar que se tengan en cuenta los intereses de las pymes en los trabajos de todos los servicios de la Comisión.

— Introducción de un procedimiento de consulta a un panel de empresas europeas sobre el impacto de las propuestas legislativas en lo que se refiere a los costes de adaptación a la legislación comunitaria y a las repercusiones administrativas.

— Adopción de diversas iniciativas de simplificación de la legislación comunitaria (por ejemplo, la iniciativa SLIM de simplificación de la legislación en el mercado interior desarrollada entre 1996 y 2000), así como de facilitación del acceso de las pymes a las licitaciones públicas.

— Aplicación en el proceso de elaboración y desarrollo normativo a nivel comunitario del principio «pensar primero a pequeña escala» (*«think small first»*), dado que el impacto de la regulación suele ser más acusado en las pymes que en las grandes empresas.

— Identificación de mejores prácticas en materia de regulación de la suspensión de pagos, de la transferencia de empresas y otros ámbitos normativos que afectan a las pymes.

F. Desarrollo y perfeccionamiento de los servicios de apoyo a las empresas.

Los servicios de apoyo a las pymes y los emprendedores constituyen un instrumento de utilidad para favorecer la aparición de nuevas empresas y su desarrollo ulterior. A fin de incrementar la eficacia y mejorar el acceso a estos servicios se han planteado,

desde instancias comunitarias, las siguientes actuaciones:

- Mantenimiento de redes de asesoramiento y apoyo a las pymes, como los *Euro Info Centres* o los centros de enlace de la innovación.
- Creación de una base de datos de medidas de apoyo (*Support Measures Database*) con más de 700 medidas relacionadas con la creación de empresas en los Estados miembros.
- Identificación de mejores prácticas en materia de servicios de apoyo a las empresas, especialmente en su fase de creación.

3. LA HETEROGENEIDAD EMPRESARIAL DE EUROPA. MODELOS EMPRESARIALES EN LA UNIÓN EUROPEA

A fin de juzgar la pertinencia y eficacia de estas actuaciones de fomento empresarial hay que tener en cuenta que existen diferencias nacionales muy notables dentro de la UE en lo que atañe a la cultura emprendedora y a las características de la estructura empresarial. Esta heterogeneidad se traduce en la presencia de modelos empresariales diferenciados que requieren un tratamiento particular de la política de fomento empresarial en función de sus fortalezas y debilidades específicas.

3.1. Modelos de cultura emprendedora en la UE ampliada: Las cuatro «Europas» empresariales

En primer lugar, nos centraremos en la diferente predisposición de las poblaciones de los Estados miembros respecto al desarrollo de la actividad emprendedora, lo que nos aproxima a la identificación de diferentes culturas empresariales dentro de la UE.

3.1.1. Datos y variables

En este primer ejercicio se han empleado datos del Eurobarómetro *Entrepreneurship* de la UE (Eos Gallup Europe, 2004), encuesta realizada por encargo de la Comisión Europea con el objetivo de analizar el espíritu empresarial en la UE y su comparación con otros países, especialmente Estados Unidos⁵. Concretamente, entre las cuestiones que se plantean en dicha encuesta se seleccionaron las siguientes nueve variables (cuadro n.º 1):

- a) Porcentaje de individuos que muestran preferencia por el trabajo por cuenta ajena (frente a la preferencia por el trabajo por cuenta propia). Según Guzmán y Santos (2001), la preferencia por el trabajo por cuenta propia representa una condición necesaria para la existencia de un empresario de calidad, en tanto refleja un deseo de independencia que juzgan consustancial a la figura del empresario. Por el contrario, la preferencia por el trabajo por cuenta ajena implica una predisposición negativa frente a la actividad empresarial y, cuando se presenta en individuos que de hecho son autoempleados, permite prever un escaso pulso emprendedor en la actividad profesional o empresarial desarrollada.
- b) Porcentaje de autoempleados por motivo necesidad (frente a motivo oportunidad). La motivación que impulsa a los emprendedores es un elemento esencial en la calidad del empresario y un factor explicativo del dinamismo posterior de la empresa. A este respecto, se pueden distinguir

⁵ En concreto, el estudio para el año 2004 recogía un total de 21.051 entrevistas realizadas por teléfono a ciudadanos de 29 países. Para otros detalles técnicos de la encuesta puede consultarse la nota técnica del informe (Eos Gallup Europe, 2004).

dos tipos de emprendedores (Acs et al., 2005):

- Los emprendedores que ponen en marcha un proyecto empresarial a fin de explotar oportunidades de negocio percibidas en el mercado (*opportunity entrepreneurship*).
- Los emprendedores que deciden abordar una actividad empresarial como solución ante la inexistencia de alternativas de empleo satisfactorias (*necessity entrepreneurship*).

Por lo general, cabe esperar que aquellas iniciativas emprendedoras impulsadas por la apreciación de una oportunidad de negocio atractiva tengan una proyección de futuro y una repercusión final más positiva que aquellos otros forzados por situaciones de necesidad.

- c) Motivos que inducen a preferir el trabajo por cuenta ajena. Una de las preguntas del Eurobarómetro se ocupa de las razones que explican la preferencia por el trabajo por cuenta ajena. En este análisis se incorporan como variables diferenciadas los porcentajes de respuesta afirmativa a los siguientes motivos esgrimidos:

- Falta de una idea empresarial
- Falta de interés por el autoempleo
- Falta de financiación
- Falta de habilidades para el autoempleo
- Falta de conocimiento / familiaridad con el autoempleo
- No es tan arriesgado
- El «papeleo» y las barreras administrativas

Esta cuestión del Eurobarómetro nos proporciona información sobre el interés y la

predisposición de la población respecto a la actividad empresarial, así como sobre los obstáculos que apartan a los europeos del desarrollo de la misma. No obstante, estas variables no constituyen indicadores objetivos que midan las barreras a la actividad emprendedora, sino que captan percepciones subjetivas de los ciudadanos que pueden obedecer a razones reales, pero también a prejuicios y preconcepciones. En este sentido, las variables aquí consideradas proporcionan una aproximación a las características de la cultura empresarial imperante en la sociedad.

3.1.2. Método

El objetivo de este ejercicio es la obtención de grupos homogéneos de países para lo que se han empleado técnicas de análisis de conglomerados o análisis *cluster* a fin de clasificar la muestra de países en un número más pequeño de grupos mutuamente excluyentes, en función de las similitudes observadas en su cultura empresarial.

Previamente a la obtención de los grupos, se efectuó un análisis factorial con un doble propósito: condensar la información contenida de las variables originales en un conjunto más pequeño y eliminar la interdependencia existente entre las mismas que pudiera perjudicar la obtención de los *clusters*. El estadístico Kaiser-Meyer-Olkin (0.817) indicó que los datos eran adecuados para la aplicación del modelo factorial y el contraste de esfericidad de Barlett mostró que no era significativa la hipótesis nula de variables iniciales incorreladas. Así pues, se realizó un análisis factorial adoptando el método de componentes principales como criterio de extracción. Como resultado, se obtuvieron dos factores principales que explican el 76,45 % de la varianza total del modelo. La matriz de componentes –o matriz de carga factorial– que recoge la ponderación de cada una de las variables en cada factor, se presenta en el cuadro n.º 2.

Cuadro n.º 1

Algunos rasgos de la cultura empresarial en la UE-25
(% sobre el total de encuestados)

Países	Pref. trabajo cuenta ajena	Motivo necesidad	Falta de idea empresarial	Falta de interés	Falta de recursos financieros	Falta de habilidades	Falta de conocimiento	No es tan arriesgado	Papeleo/barreras adm.
Alemania	56	38	7	9	17	8	7	47	7
Austria	56	28	4	4	2	2	1	7	2
Chipre	32	40	0	4	4	1	1	12	1
Bélgica	58	28	3	4	5	2	1	10	4
Dinamarca	55	14	1	9	1	2	1	6	8
Eslovaquia	56	41	7	18	28	7	12	23	11
Eslovenia	60	30	2	4	3	3	3	7	1
España	34	36	3	2	4	4	2	12	1
Estonia	48	32	10	11	11	15	13	13	3
Finlandia	68	26	3	16	1	6	4	18	2
Francia	55	35	4	5	3	5	0	21	7
Grecia	46	42	1	1	1	1	1	15	1
Hungría	45	23	15	8	13	12	7	8	1
Irlanda	39	30	2	16	2	6	6	6	6
Italia	42	37	7	6	2	2	1	9	2
Letonia	53	29	9	12	19	13	9	22	3
Lituania	39	38	10	7	26	14	7	15	4
Luxemburgo	49	15	1	2	4	2	1	11	1
Malta	49	31	1	9	8	5	0	10	1
Países Bajos	66	14	4	6	1	6	4	11	3
Polonia	44	36	1	5	10	9	6	20	6
Portugal	32	42	7	8	9	4	2	23	6
Reino Unido	55	25	2	9	3	5	3	6	6
Rep. Checa	55	31	28	46	43	18	26	38	17
Suecia	61	12	1	3	1	1	2	6	4

Fuente: Eurobarómetro «Entrepreneurship» de la UE (Eos Gallup Europe, 2004)

En ella se puede observar que la primera componente está asociada a la preferencia por el trabajo por cuenta ajena y al motivo necesidad para el autoempleo, apreciándose una relación negativa entre ambas variables. Ello implica que en los países en los que un mayor porcentaje de la población prefiere el trabajo por cuenta propia, predomina a su vez el motivo necesidad para el

autoempleo. Por consiguiente, la predisposición favorable hacia el autoempleo parece encontrarse en gran medida forzada por la dificultad de encontrar un empleo satisfactorio y no tanto por un auténtico interés por el desarrollo de una actividad empresarial. La segunda componente agrupa las variables referidas a los motivos para preferir el trabajo por cuenta ajena –que se encuen-

Cuadro n.º 2
Matriz de componentes

	Componente	
	1	2
Preferencia por el trabajo por cuenta ajena	0,859	0,058
Motivo necesidad para el autoempleo	-0,873	0,251
Falta de una idea empresarial	0,026	0,893
Falta de interés por convertirse en autoempleado	0,212	0,886
Falta de recursos financieros	-0,121	0,932
Falta de habilidades	-0,011	0,835
Falta de conocimiento sobre el autoempleo	0,104	0,950
Porque no es tan arriesgado /		
por condiciones económicas desfavorables	-0,207	0,717
Papeleo / barreras administrativas	0,165	0,780

Nota: Las ponderaciones factoriales más altas para cada componente aparecen en negrita.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eos Gallup Europe (2004)

tran positivamente correlacionadas entre sí—.

A continuación, con una finalidad exploratoria, se aplicó a los datos un análisis de conglomerados jerárquicos que puso de manifiesto la existencia de cuatro grandes grupos de países, más un quinto conformado exclusivamente por la República Checa. El método de conglomerado elegido fue la vinculación intragrupos y la medida de intervalo, el cuadrado de la distancia euclídea. Para estudiar con mayor detalle los grupos existentes se procedió a realizar un análisis de conglomerados según el método de las *k* medias, forzando la existencia de los cinco grupos de países detectados en el análisis jerárquico. Los grupos de países identificados, así como la distancia de cada país respecto al centro de su respectivo grupo se presentan en EL cuadro n.º 3.

3.1.3. Resultados

El análisis permite identificar cinco modelos empresariales básicos en la UE, desde la perspectiva de la cultura empresarial que caracteriza a sus integrantes:

- Grupo 1.* Modelo «troncal» europeo. Denominamos de este modo al más nutrido de los grupos, conformado por ocho países, entre ellos Francia y el Reino Unido. Se encuadran en él los Estados miembros que se ajustan en mayor medida al promedio europeo para las variables consideradas y que, por lo tanto, reflejan, en términos generales, las deficiencias de la cultura empresarial en la UE.
- Grupo 2.* Modelo escandinavo de cultura emprendedora minoritaria «de calidad». El grupo segundo se encuentra conformado por los países escandinavos, que se caracterizan por tener los niveles de preferencia por el trabajo por cuenta ajena más altos de la Unión (y *sensu* contrario, por los

Cuadro n.º 3
Pertenencia y distancia al centro de los conglomerados

Conglomerado	Países	Distancia
1 Tronco central	Austria	0,246
	Bélgica	0,235
	Eslovenia	0,270
	Francia	0,499
	Irlanda	0,670
	Luxemburgo	0,539
	Malta	0,474
	Reino Unido	0,470
2 Países escandinavos	Dinamarca	0,129
	Finlandia	0,466
	Países Bajos	0,277
	Suecia	0,376
3 Países de Europa central y del este	Alemania	0,280
	Eslovaquia	0,589
	Estonia	0,229
	Hungría	0,616
	Letonia	0,474
	Lituania	0,827
	Polonia	0,689
4 Países mediterráneos	Chipre	0,409
	España	0,086
	Grecia	0,347
	Italia	0,499
	Portugal	0,724
5 Mdelo 3 singularizado	República Checa	0,000

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eos Gallup Europe (2004)

niveles de preferencia frente al trabajo por cuenta propia más bajos). Se trata de economías prósperas, con amplias alternativas de empleo para la población activa, donde los individuos que se decantan por la actividad empresarial se encuentran motivados por la detección de oportunidades de negocio interesantes y no tanto por situaciones de necesidad. Por otra parte, la población no detecta la existencia de barreras importantes para la actividad empresarial. Por lo tanto, en estos países resulta más fácil que surjan

emprendedores altamente motivados que detecten oportunidades atractivas en actividades de alto nivel tecnológico e intensivas en conocimiento y pongan en marcha negocios con un alto potencial, es decir, empresas «de calidad» con capacidad real de promover el crecimiento económico en las economías avanzadas.

— *Grupo 3. Modelo centrooriental europeo de rigidez estructural.* En este grupo se encuentran la mayor parte de los nuevos países comunitarios del

Cuadro n.º 4
Medias para cada variable y grupo

	1 Tronco central	1 Tronco central	3 Europa central y del este	4 Países medite- rráneos	5 Rep. Checa	Total
Preferencia por el trabajo por cuenta ajena	52,63	62,50	48,71	37,20	55,00	50,12
Motivo necesidad para el autoempleo	27,75	16,50	33,86	39,40	31,00	30,12
Falta de una idea empresarial	2,38	2,25	8,43	3,60	28,00	5,32
Falta de interés por el autoempleo	6,63	8,50	10,00	4,20	46,00	8,96
Falta de recursos financieros	3,75	1,00	17,71	4,00	43,00	8,84
Falta de habilidades	3,75	3,75	11,14	2,40	18,00	6,12
Falta de conocimientos sobre autoempleo	1,87	2,75	8,71	1,40	26,00	4,80
No es tan arriesgado/por condiciones económicas desfavorables	9,75	10,25	21,14	14,20	38,00	15,04
Papeleo / barreras administrativas	3,50	4,25	5,00	2,20	17,00	4,32

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eos Gallup Europe (2004)

centro y este europeo junto a Alemania. Se trata de economías que, como resultado de su trayectoria histórica, muestran estructuras socioeconómicas poco favorecedoras de las iniciativas emprendedoras y de la actividad de las pymes. Al menos, ésta es la sensación generalizada en la población, que detecta substanciales obstáculos al desarrollo de los proyectos empresariales. En cualquier caso, esta percepción acusada de las barreras a la actividad emprendedora podría también tener un importante componente psicosocial e indicar la presencia de una débil cultura empresarial en estos países. Ciertamente, los porcentajes de individuos que rechazan el autoempleo debido a la falta de una idea empresarial, a la falta de interés y al riesgo asociado a esta opción son los más elevados entre todos los países de la UE. Las dificultades para

encontrar un puesto de trabajo condicionan, no obstante, una predisposición hacia el autoempleo superior a la media europea, pero explicada por situaciones de necesidad.

—*Grupo 4.* Modelo mediterráneo de cultura emprendedora de «subsistencia». El cuarto grupo se encuentra integrado por los países mediterráneos. Frente a la percepción más extendida, es en estos países donde la población muestra una predisposición mayor hacia el trabajo por cuenta propia, pero esa tradición o cultura del autoempleo se encuentra forzada por situaciones de necesidad derivadas de las altas tasas de desempleo. La población en estos países no se caracteriza por descartar el autoempleo debido a la existencia de obstáculos importantes a la puesta en marcha de nuevas iniciativas empresariales, aun-

Figura nº 1

Modelos empresariales en la UE-25



Fuente: Elaboración propia

que sí tiende a considerar que no se dan las condiciones económicas idóneas. Por lo tanto, encontramos aquí, frente a lo que se suele pensar, una cultura empresarial sólida, pero con un carácter de subsistencia y una pobre calidad de las empresas de nueva creación. Más adelante se profundizará sobre este particular.

—Por su parte, la República Checa se ajusta con carácter general al modelo de Europa central y del este, pero se singulariza porque en ella la población percibe mayoritariamente obstáculos

muy graves a la actividad empresarial. En cualquier caso, por la semejanza de sus datos y por la proximidad geográfica, a efectos de consideraciones posteriores se incluirá a la República Checa en el tercero de los grupos.

3.2. Estructura empresarial en la UE-15

A continuación, como un segundo análisis, se han considerado las características del tejido empresarial de las economías europeas a fin de identificar también grupos homogéneos de países.

3.2.1. Datos y variables

En este segundo ejercicio se han utilizado datos procedentes del Observatorio de las pymes europeas (2002 y 2004, a y b)⁶. Estos datos sólo están disponibles para la UE de los Quince, por lo que en este análisis no se han podido incluir los nuevos países comunitarios procedentes de la última ampliación. Concretamente, se han seleccionado seis variables que se aproximan a las características estructurales del tejido empresarial de las economías europeas y al dinamismo del sector de la pyme (cuadro n.º 5):

- Empleo en las pymes (excluidas microempresas) respecto al total (en porcentaje) (2003).
- Empleo en las grandes empresas respecto al total (en porcentaje) (2003).
- Número de empresas por cada 1000 habitantes (2003)⁷.
- Pymes que desarrollaron alguna actividad de exportación (en porcentaje respecto al total de pymes) (2001).
- Pymes que consideran que el principal objetivo de su política de empresa es la innovación (en porcentaje respecto al total de pymes) (2001).
- Tasa de crecimiento promedio en el período 1998-2000 del valor añadido de las pymes en sectores de manufacturas de alta tecnología.

⁶ El Observatorio de las pymes europeas fue establecido por la Comisión Europea en diciembre de 1992 con el objetivo de mejorar y aportar información homogénea sobre la evolución y el papel de la pymes en la UE. Para ello, se diseñó la ENSR Enterprise Surveys, una encuesta realizada a más de 8000 pymes europeas, que recoge una serie de aspectos relacionados con su internacionalización, la política de empresa, el crecimiento empresarial, etc. Información adicional puede encontrarse en la nota técnica de esta encuesta que se encuentra disponible en:

⁷ http://www.eim.nl/Observatory_7_and_8/en/ensr/2001/files/Technical_note_ENSR_2001_2002.PDF.

3.2.2. Resultados

Utilizando estos datos, se comenzó por verificar la conveniencia de efectuar un análisis factorial previo aplicando los test de Kaiser-Meyer-Olkin y el contraste de Barlett, constatándose que no tenía sentido realizarlo. Así pues, se procedió a aplicar directamente un análisis cluster jerárquico que permitió apreciar la existencia de dos grupos de países: un conglomerado, que se forma muy rápidamente, conformado por España, Grecia, Italia y Portugal, y un segundo grupo heterogéneo, en el que se incluirían los 11 países restantes. A continuación, como en el primer ejercicio, se realizó un análisis de k-medias forzando la formación de dos grupos con los resultados que se presentan a continuación.

Como puede apreciarse en la cuadro n.º 5, los países mediterráneos se caracterizan en el contexto europeo por una contribución muy inferior de las grandes empresas al empleo total y por una presencia mucho mayor de microempresas (de ahí que la densidad empresarial –expresada en número de empresas por cada 1000 habitantes– sea muy superior a la del resto de la UE-15). Así pues, el tamaño empresarial medio en los países mediterráneos se sitúa en los 4,25 trabajadores, indicador que se eleva a los 9,27 en el resto de países de la UE-15. Esta atomización del tejido empresarial, unida a la reducida presencia de grandes empresas, constituye un síntoma de debilidad de las economías del sur europeo. Esta estructura dimensional desfavorable se ve acompañada por la presencia de un sector de pymes menos dinámico: de este modo, el porcentaje de empresas que declara desarrollar actividades de exportación es claramente inferior en las economías mediterráneas, del mismo modo que es menor el número de empresas que consideran la innovación como el objetivo fundamental de su estrategia empresarial. Finalmente, la tasa de crecimiento del valor añadido por

Cuadro n.º 5
Características del tejido empresarial de la UE-15

Países	Empleo pymes (%)	Empleo grandes empresas (%)	Empresas / 1000 hab	Export. (%)	Innov. (%)	Crecimiento manufacturas alta tecnología (%)
Alemania	31	35	36,6	21	9	3,4
Austria	35	28	33,3	38	12	2,0
Bélgica	29	31	42,4	20	8	3,9
Dinamarca	37	27	38,3	28	5	3,5
España	31	18	65,4	15	5	0,3
Finlandia	30	35	42,7	13	7	4,8
Francia	30	33	42,0	13	7	1,3
Grecia	30	13	72,5	14	3	2,8
Irlanda	45	30	24,7	25	3	14,8
Italia	27	16	77,8	18	6	0,8
Luxemburgo	49	27	54,1	26	10	4,8
Países Bajos	34	35	35,4	13	4	4,3
Portugal	41	21	68,2	11	8	4,1
Reino Unido	27	41	37,7	20	7	2,6
Suecia	30	32	54,5	25	4	1,4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Observatorio de las pymes europeas (2002 y 2004, a y b)

Cuadro n.º 6
Pertenencia y distancia al centro de los conglomerados

Conglomerado 1	Distancia	Conglomerado 2	Distancia
Alemania	6,121	España	6,075
Austria	18,764	Grecia	5,528
Bélgica	6,283	Italia	9,436
Dinamarca	8,823	Portugal	11,104
Finlandia	10,675		
Francia	10,593		
Irlanda	22,203		
Luxemburgo	21,508		
Países Bajos	10,948		
Suecia	15,759		
Reino Unido	11,974		

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Observatorio de las pymes europeas (2002 y 2004, a y b)

Cuadro n.º 7
Medias para cada variable y grupo

Grupo	Empleo pymes (%)	Empleo grandes empresas (%)	Empresas / 1000 hab	Export. (%)	Innov. (%)	Crecimiento manufacturas alta tecnología (%)
Resto Países mediterráneos	34,27	32,18	40,16	22,00	6,91	4,25
Total	32,25	17,00	70,99	14,50	5,50	2,00
	33,73	28,13	48,38	20,00	6,53	3,65

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Observatorio de las pymes europeas (2002 y 2004, a y b)

las pymes en industrias de alta tecnología se sitúa por debajo de la mitad de la alcanzada en el resto de la UE.

4. CONCLUSIÓN. IMPLICACIONES RESPECTO AL DISEÑO DE LA POLÍTICA EUROPEA DE FOMENTO EMPRESARIAL

Como se señaló al inicio de este trabajo, recientes estudios empíricos coinciden en destacar el impacto positivo que la actividad emprendedora y el sector de la pyme tienen en las economías desarrolladas (Audretsch, 2002 y 2003; Audretsch y Thurik, 2002; Carree y Thurik, 2003; Reynolds *et al.*, 2002 y 2003; van Stel *et al.*, 2005; Stem *et al.*, 2007). A este respecto, en trabajos precedentes (Romero y Fernández, 2005) hemos defendido cómo, a la luz de los datos disponibles, la UE se caracteriza por un dinamismo emprendedor menor al de EE.UU. y otras economías avanzadas. Desde esta perspectiva, se justifica la introducción de medidas de fomento emprendedor desde instancias comunitarias, a fin de incentivar vocaciones empresariales y mejorar el entorno general en el que los emprendedores y las pymes desarrollan su activi-

dad. Este tipo de acciones resultan una línea de actuación recomendable a fin de impulsar la competitividad de las economías de la Unión y reducir sus tasas de desempleo.

No obstante, el impacto del dinamismo emprendedor y las pymes sobre el crecimiento económico no es homogéneo en economías con diferentes niveles de desarrollo y distintas características estructurales. Es por ello que la política comunitaria de fomento empresarial debe tener siempre presente la existencia de situaciones muy dispares entre los Estados miembros, tanto respecto a la incidencia del espíritu empresarial, como a la importancia y a las características de las pymes. Esta heterogeneidad se ha acentuado especialmente tras la reciente ampliación de la UE hacia el centro y el este de Europa, que ha supuesto la incorporación de países con una estructura económica y unas tradiciones productivas muy particulares, necesariamente condicionadas por el mantenimiento durante décadas del sistema socialista.

En la actualidad, la mayor parte de las competencias en materia de fomento empresarial en la UE recaen en los gobier-

nos nacionales y regionales, de modo que no existe un riesgo grave de que se aplique un tratamiento homogéneo diseñado en Bruselas. Por el contrario, la política europea de fomento empresarial marca simplemente unas orientaciones estratégicas y unas recomendaciones generales que los Estados miembros se encargan de interpretar y aplicar. No obstante, para asegurar un diseño eficaz y eficiente de la política europea de fomento empresarial, no deja de ser necesario tener presente, en las acciones planteadas a escala comunitaria, la existencia de diferentes modelos empresariales en el seno de la UE. A este respecto, en el presente trabajo se ha pretendido profundizar en la heterogeneidad empresarial de la UE identificando cuatro grandes grupos de países con problemáticas muy diferentes que requieren de medidas particulares diseñadas en función de sus circunstancias concretas o, al menos, de una alteración *ad hoc* del énfasis en un tipo de acciones u otro en función de las prioridades en cada caso.

a) El «modelo troncal europeo» y las acciones comunes de fomento emprendedor. Como se señaló con anterioridad, el déficit emprendedor que se aprecia con carácter general en la UE justifica la introducción de acciones horizontales aplicables a todos los estados. En el apartado segundo hemos agrupado los contenidos de la política de fomento empresarial en seis ámbitos de actuación, todos ellos pertinentes en consideración de las debilidades existentes en el dinamismo emprendedor en la UE. Esta valoración general es de aplicación igualmente al grupo de países formado por Francia, Reino Unido, Bélgica, Luxemburgo, Irlanda, Austria, Malta y Eslovenia, que hemos calificado como «modelo troncal europeo», por representar el comportamiento promedio comunitario en cuanto a las variables

consideradas. En cualquier caso, la estrategia idónea de fomento empresarial debería inspirarse en el objetivo de mejorar las condiciones generales del entorno empresarial (*business environment*), en lugar de concentrarse en medidas de apoyo directo en forma de incentivos duros de carácter fiscal o financiero, que frecuentemente han mostrado una dudosa eficiencia⁸.

b) La promoción del espíritu empresarial en el «modelo escandinavo de cultura emprendedora minoritaria de calidad». En segundo lugar, se ha identificado un modelo escandinavo de cultura emprendedora característico de Dinamarca, Países Bajos, Finlandia y Suecia, que vendría definido por bajos niveles de preferencia por el trabajo por cuenta propia en el conjunto de la población, pero también por la presencia de un colectivo de emprendedores de calidad impulsados por la detección en el mercado de oportunidades de negocio. En el caso de estos países, en los que la población no detecta obstáculos especialmente graves en el entorno para el desarrollo de la actividad empresarial (financieros, administrativos, normativos, etc.), la política de fomento emprendedor debería orientarse especialmente a la promoción de la cultura empresarial en el conjunto de la población y al desarrollo de programas de educación empresarial (es decir, al ámbito de actuación A recogido en el apartado segundo). En este sentido, resulta particularmente interesante el estímulo de las actitudes emprendedoras a nivel universitario, específicamente en las titulaciones de carácter científico-técnico, a fin de facilitar la captación y explotación de

⁸ Para un análisis más profundo de la justificación y las ventajas de la estrategia de fomento empresarial orientada al entorno véase Romero, 2006.

oportunidades de negocio en sectores de nivel tecnológico alto e intensivos en conocimiento con gran potencial de crecimiento. En este sentido, iniciativas como la introducción de asignaturas o seminarios específicos sobre creación de empresas, campañas de sensibilización y promoción del espíritu empresarial o incluso la creación de servicios de apoyo y asesoramiento a los emprendedores a nivel universitario, especialmente en las titulaciones de más contenido técnico, podrían tener efectos positivos. Igualmente, convendría incrementar la visibilidad social de los emprendedores que han tenido éxito a fin de que sirvan como modelos a imitar y atraigan a jóvenes dinámicos con vocación emprendedora a la actividad empresarial. A modo de ejemplo, en los Países Bajos en el marco de los programas *Growth Plus* y *Fast Growth*, cada año se identifica a los mejores ejecutivos y se elabora un ranking de las 500 empresas europeas con mayores crecimientos, organizándose, asimismo, actividades para propiciar la conexión entre jóvenes emprendedores y empresarios/ejecutivos experimentados (Stam *et al*, 2006).

- c) Las políticas de reforma en el «modelo centro-oriental europeo de rigidez estructural». Los países del centro y este de Europa adheridos a la UE en 2004 se ajustan, junto a Alemania, a un tercer modelo caracterizado por la percepción por la población de substanciales barreras al desarrollo de las iniciativas emprendedoras. En estos casos, parece requerirse un esfuerzo adicional para la mejora del entorno general (económico, financiero, administrativo, regulador, etc.) en el que los emprendedores y las empresas se desenvuelven (ámbitos de actuación C, E y F). Para ello se debería profun-

dizar en las políticas estructurales que favorezcan el correcto funcionamiento de los mercados, actuando a la par sobre los fallos del mercado y sobre los fallos institucionales que eventualmente se derivan de una excesiva o de una deficiente regulación, obstaculizadora de la actividad emprendedora. A este respecto, entre las líneas de actuación relevantes podría señalarse el desarrollo de los mercados financieros, medidas de apertura exterior y de liberalización interna, creación y fortalecimiento de redes de apoyo a las pymes, así como cambios en regulaciones especialmente sensibles para la actividad empresarial (legislación sobre suspensión de pagos y quiebra, impuestos, transmisión de empresas, etc.). Asimismo, en estos países resulta igualmente importante promover una mayor cultura empresarial a través de acciones publicitarias y formativas (ámbito de actuación A). No en balde se trata, en este caso, de economías donde la iniciativa privada se vio cercenada durante décadas por la lógica de la planificación central socialista (con la excepción de la Alemania occidental). Es por ello que resulta pertinente el desarrollo de campañas de promoción del espíritu empresarial orientadas a la mayor parte de la población y que, en el ámbito educativo, se desplieguen tanto en la educación primaria, como en la secundaria y la universitaria. A título de ejemplo, entre el tipo de iniciativas innovadoras que pueden servir para promover las actitudes empresariales, especialmente en el caso de la educación secundaria, cabe señalar la creación de miniempresas por estudiantes. Este tipo de actividades, que ya se están desarrollando con éxito en muchos lugares de Europa (Comisión Europea, 2005b), consiste en la creación de

empresas a muy pequeña escala que operan produciendo productos y servicios reales en ambientes protegidos.

- d) La mejora de la calidad de las iniciativas emprendedoras en el «modelo mediterráneo de cultura emprendedora de subsistencia». Finalmente, en el modelo mediterráneo característico de España, Chipre, Grecia, Italia y Portugal, pese a la opinión más extendida, el problema real hoy por hoy no es tanto la insuficiencia de una cultura emprendedora, sino la baja calidad y dinamismo de los empresarios y de las pymes. De este modo, el énfasis se debe poner en incrementar la dotación de capital humano y tecnológico a fin de obtener una mejora cualitativa en el tipo de empresas de nueva creación. En estos países el objetivo real debería ser incrementar el número de iniciativas en sectores de alto nivel tecnológico, acometidas por técnicos y profesionales especializados y no simplemente alcanzar mayores cifras de creación de empresas o unas mayores tasas de autoempleo. Por lo tanto, se requiere una mayor atención respecto a la formación de profesionales en las titulaciones de contenido más técnico (ámbito de actuación B), así como una intensificación de los esfuerzos en

materia de investigación, desarrollo tecnológico e innovación (I+D+I), tanto en el ámbito público como en el privado (ámbito de actuación D). A este respecto, resulta conveniente mejorar la conexión entre el sistema universitario y la investigación básica con el mundo empresarial, facilitando el desarrollo de procesos de spin off y la explotación comercial de los resultados de la investigación. Asimismo, sería conveniente actuar sobre los fallos del mercado financiero que dificultan el acceso a la financiación a las pymes de alto potencial de crecimiento en sectores de nivel tecnológico alto, fomentando el desarrollo de mecanismos específicos de financiación que se ajusten a las características de este tipo de iniciativas, por ejemplo, desarrollando los sistemas de capital riesgo o la actuación de inversores informales (business angels) (ámbito de actuación C). Se trata de este modo de completar a los mercados financieros y no de sustituirlos por medidas de apoyo directo que pueden tener el efecto perverso de contribuir a la formación de una «cultura de la subvención» completamente contraria a los valores de la auténtica cultura emprendedora. De este modo, se trata de que

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

en estos países las medidas de apoyo a la creación de empresas y al desarrollo de las pymes se diseñen e implementen con un enfoque más selectivo, enfocándose a los proyectos empresariales de mayor proyección en actividades de alto nivel tecnológico e intensivas en conocimiento.

- ACS, Z.; ARENIUS, P.; HAY, M. y MINNITI, M. (2005): *Global Entrepreneurship Monitor. Executive Report 2004*, Babson College and London Business School.
- AUDRETSCH, D. B. (2002): *Entrepreneurship: A Survey of the Literature*, paper prepared for the European Commission, Enterprise Directorate General.
- (2003): *SMEs in the Age of Globalization*, Edward Elgar, Cheltenham, UK; Northampton, MA.
- AUDRETSCH, D. B. y THURIK, R. (2002): *Linking Entrepreneurship to Growth*, OECD STI Working Paper 2081/2.
- AUTIO, E. (2006): *Global Entrepreneurship Monitor 2005 Report on High-Expectation Entrepreneurship*. London Business School, Mazars y Babson.
- BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A. y LEVINE, R. (2003): «SMEs, Growth and Poverty: Cross-Country Evidence», *Policy Research*, working paper, 3178, World Bank, Washington D.C.
- CARREE, M. A. y THURIK, R. (1999): «Industrial Structure and Economic Growth» en AUDRETSCH, D. B. y THURIK, A. R. (eds.), *Innovation, Industry Evolution and Employment*, Cambridge University Press, Cambridge, 86-110.
- (2003): «The Impact of Entrepreneurship on Economic Growth», en ACS, Z. J. y AUDRETSCH, D. B. (eds.): *Handbook of Entrepreneurship Research*, Kluwer Academic Publishers, Boston, 437-471.
- COMISIÓN EUROPEA (1996): «Programa integrado en favor de las pequeñas y medianas empresas (PYME) y del artesanado», Comunicación de la Comisión al Consejo, COM (1996) 0329 final.
- (1998): «Informe del Grupo Operativo para la simplificación del entorno empresarial –BEST–», Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Luxemburgo.
- (2003): *Libro Verde del Espíritu Empresarial en Europa*, COM (2003) 27 final.
- (2004): *Plan de acción: El Programa Europeo en favor del Espíritu Empresarial*, COM (2004) 70 final.
- (2005a): *Programa marco para la competitividad e innovación*, Propuesta de decisión del Parlamento y del Consejo, COM (2005) 121 final.
- (2005b): *Proyecto de procedimiento BEST: «Miniempresas en educación secundaria». Informe final del grupo de expertos*, Dirección General de Empresa e Industria.
- CONSEJO EUROPEO (2000a): «Conclusiones de la Presidencia», Consejo Europeo de Lisboa, 23-24 de Marzo.
- (2000b): «Carta Europea de la Pequeña Empresa», Consejo de Feria 13/06/2000.
- (2000c): «Decisión del Consejo de 20 de diciembre de 2000 relativa al Programa plurianual en favor de la empresa y el espíritu empresarial, en particular para las pequeñas y medianas empresas (PYME) (2001-2005)», DOCE 29/12/2000, (2000/819/CE).
- DE LA VEGA, I.; CODURAS, A.; CRUZ, C. y JUS-TO, R. (2006): *Global Entrepreneurship Monitor 2005. Informe Ejecutivo GEM España*, Instituto de Empresa, Banesto, INCIDE.
- EOS GALLUP EUROPE (2004): *Flash Eurobarometer 160 «Entrepreneurship»*, Comisión Europea.
- GUZMÁN, J. y LIÑÁN, F. (2005): «Evolución de la educación empresarial en Estados Unidos y Europa: su papel como instrumento de desarrollo», *Revista de Economía Mundial*, 12, 149-171.
- GUZMÁN, J. y SANTOS, F. J. (2001): «The booster function and the entrepreneurial quality: an application to the province of Seville», *Entrepreneurship and Regional Development*, 13, 211-228.
- GUZMÁN, J.; SANTOS, F. J.; ROMERO, I. y LIÑÁN, F. (2000): «Las PYMES y la calidad del tejido productivo andaluz», *Boletín Económico de Andalucía*, Consejería de Economía y Hacienda, Junta de Andalucía, 28-29, 43-56.
- MARTÍ, F. P. y GARCÍA, A. (1996): «Dimensión y características de la actividad emprendedora en España». *Ekonomiaz*, 62, 264-289.
- OBSERVATORY OF EUROPEAN SMES (2002): *ENSR Survey*. Comisión Europea.
- (2004a): *SMEs in Europe 2003*, Nº 7, Comisión Europea.
- (2004b): *Highlights from the 2003 Observatory*, Nº 8, Comisión Europea.
- REYNOLDS, P. D.; BYGRAVE, W. D. y AUTIO, E. (2003): *Global Entrepreneurship Monitor 2003 Executive Report*, GEM.
- REYNOLDS, P. D.; BYGRAVE, W. D.; AUTIO, E.; COX, L. W. y HAY, M. (2002): *Global Entrepreneurship Monitor 2002 Executive Report*, GEM.

- REYNOLDS, P. D., BOSMA, N., AUTIO, E., HUNT, S., DE BONO, N., SERVAIS, I., LÓPEZ-GARCÍA, P. Y CHIN, N. (2005): «Global entrepreneurship Monitor: Data Collection Design and Implementation», *Small Business Economics*, 24, 205-231.
- ROMERO, I. (2006): «Las PYME en la economía global. Hacia una estrategia de fomento empresarial», *Problemas del desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, UNAM-IIIEC, Vol. 37, 146, 31-50, México.
- ROMERO, I. y FERNÁNDEZ, J. (2005): «La política europea de fomento empresarial. Un análisis crítico». *Revista de Economía Mundial*, 13, 137-161.
- ROMERO, I. y SANTOS, F. J. (2006): «Dimensión empresarial, encadenamientos productivos y calidad del tejido empresarial. Un análisis de la industria en Andalucía». *Revista de Estudios Regionales*, 76, 107-134.
- (2007): «Firm Size and Regional Linkages. A Typology of Manufacturing Establishments in Southern Spain». *Regional Studies* 41 (5) (en prensa).

El papel de la política fiscal en los países de la UEM y las leyes de estabilidad presupuestaria. Comparación de distintas reglas

Este artículo analiza el papel de la política fiscal en el marco de política económica de la zona euro. La centralización de la política monetaria, aplicada de acuerdo con los valores medios de la unión, da lugar a una pérdida de capacidad de estabilización, ya que las condiciones cíclicas pueden ser distintas en cada país. Una política fiscal más activa basada en la situación económica de cada país podría compensar la pérdida de capacidad de estabilización de la política monetaria. Este papel, sin embargo, no pueden desempeñarlo únicamente los estabilizadores automáticos, siguiendo una aplicación estricta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Los gobiernos europeos deberían tener más capacidad para modificar sus saldos presupuestarios de acuerdo con la situación de sus economías. Para mostrarlo, hemos simulado la dinámica que se produciría en un país de la UEM si sufre un shock específico y aplica distintas reglas de política fiscal. La conclusión es que una «regla más activa de política fiscal» mejoraría la capacidad de estabilización del país en relación con otras normas fiscales alternativas vigentes.

Artikulu honek zerga-politikak euro esparruko politika ekonomikoan duen zeregina azterzen du. Dirupolitikaren zentralizazioak, Batasunaren batez besteko baloreen arabera aplikatuta, egonkortze-ko ahalmenaren galera bat dakar, baldintza ziklikoak ezberdinak izan badaitezke herrialde bakoitzean. Herrialde bakoitzaren egoera ekonomikoan oinarritutako zerga-politika aktiboago batek diru-politikaren egonkortzeko ahalmena galera konpentsa zezkeen. Zeregin hori, halere, ezin dute orekatzaile automatikoak soilik bete. Egonkortasun eta Hazkunderako Itunaren aplikazio hertsia irarrituz. Europako gobernuak ahalmen gehilago eduki beharko lukete beraien aurrekontu-saldoak beraien ekonomien egoeraren arabera aldatzeko. Erakusteko. EDBko herrialde batean sortuko lizatekeen dinamika simulatu dugu berariazko shocka jasoko balitz eta zerga-politika arau ezberdinak aplikatuko balitu. Ondorioa zera da, «zerga-politikaren arau aktiboagoak» herrialdearen egonkortze-ko ahalmena hobetu luke indarrean dauden bestelako zerga-arauei dagokienez.

This paper deals with the role of fiscal policy in the Euro area economic policy framework. The centralisation of monetary policy, applied according to euro zone values, generates a loss of stabilisation capacity, since cyclic conditions can be different in each economy. A more active fiscal policy based on each country's situation could compensate for the loss of stabilisation in the capacity in monetary policy. This function, however, cannot be solely performed by automatic stabilisers, following a strict interpretation of the Stability and Growth Pact. European governments should therefore have more capacity for altering their budgetary balances according to their short-term economic situations. We have simulated the dynamics following a specific shock in one country belonging to the monetary union with different fiscal policy rules. The main result is that a More Activist Fiscal Policy Rule could improve the stabilisation capacity of national economies when compared with a strict application of the Stability and Growth Pact or with the Spanish Budget Stability Law (before the 2006 reform).

ÍNDICE

1. Introducción
 2. La estabilización a corto plazo y el marco de la política fiscal española
 3. La política monetaria del BCE y la capacidad de estabilización de los países miembros de la UEM
 4. La eficacia de la política fiscal: medidas activas y estabilizadores automáticos
 5. Una regla activista de política fiscal para los gobiernos de los países de la UEM
 6. Conclusiones
- Referencias bibliográficas
Apéndices

Palabras clave: Política fiscal, reglas de política económica, Unión Económica y Monetaria, estabilizadores automáticos, Ley de Estabilidad Presupuestaria.

Keywords: fiscal policy, economic policy rules, Economic and Monetary Union, automatic stabilisers, Budget Stability Law

N.º de clasificación JEL: E62, E63

1. INTRODUCCIÓN

En las últimas dos décadas los debates académicos han tendido a establecer gradualmente una visión de la política de estabilización en la que la política fiscal ha quedado relegada a un segundo plano o incluso ha sido completamente olvidada.

Blinder (2004) señala que «prácticamente cualquier discusión actual entre economistas sobre la política de estabilización —ya sea abstracta o concreta, teórica o aplicada— trata de la política monetaria, no de la

política fiscal». En la misma línea, Arestis y Sawyer (2003) critican que en el «nuevo consenso» que se ha fraguado en la macroeconomía durante las dos últimas décadas «ha habido un cambio importante en la política macroeconómica en términos de la importancia relativa que se le da a la política monetaria y a la política fiscal, ganando importancia la primera y siendo tan degradada la segunda que raramente se la menciona». En ambos casos, este comentario se hace con un sentido crítico, tratando de recuperar el papel que puede jugar la política fiscal como instrumento de estabilización en algunos casos.

Este planteamiento teórico ha tenido de hecho su reflejo práctico en la introducción de normas legales —constitucionales en

* Los autores agradecen las valiosas aportaciones efectuadas por los evaluadores anónimos en el proceso de revisión del artículo.

algunos casos– en las que se limitan las posibilidades de las autoridades fiscales para poner en práctica medidas fiscales expansivas. Un ejemplo de esta tendencia es la Unión Europea donde, desde la firma del Tratado de Maastricht, se han establecido diversas normas para regular el comportamiento de las autoridades fiscales europeas, que culminaron con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Y algunos Estados miembros –por ejemplo, España– han aplicado incluso normas fiscales aún más estrictas.

En este marco se dan conjuntamente, sin embargo, dos circunstancias que pueden resultar problemáticas: por un lado, la cesión de la política monetaria parece reforzar el papel estabilizador que deben jugar las políticas fiscales nacionales; por otro lado, el PEC limita de hecho esta actuación a los estabilizadores automáticos, sin apenas margen para la adopción de otras medidas anticíclicas de carácter discrecional.

Para abordar esta cuestión, en este artículo realizaremos en primer lugar una breve revisión del marco en el que se aplica la política fiscal en España. También veremos que la experiencia de la política monetaria durante los años de funcionamiento de la UEM ha mostrado ya cómo se producen situaciones cíclicas distintas entre países –España y Alemania, por ejemplo– que el BCE no puede resolver simultáneamente. Después consideraremos el debate relativo a la eficacia de la política fiscal, para presentar brevemente la evidencia empírica en torno a la eficacia de los estabilizadores automáticos en los países de la UEM. En la siguiente sección, señalaremos algunas propuestas para la aplicación de una política fiscal más activa en la UEM. Esto se realizará utilizando distintas funciones de reacción de la política fiscal y simulando cómo operan en un modelo simple de la Unión

Europea. Finalmente, el artículo termina con algunas conclusiones.

2. LA ESTABILIZACIÓN A CORTO PLAZO Y EL MARCO DE LA POLÍTICA FISCAL ESPAÑOLA

Como el resto de países integrantes de la Unión Europea, la política fiscal española está regulada por las disposiciones incluidas en el Tratado de Maastricht y por el PEC. Como es conocido, esto implica fundamentalmente la obligación de alcanzar a medio plazo una situación de equilibrio presupuestario y, salvo en algunas circunstancias específicas¹, el déficit nominal no puede superar el 3% del PIB².

En este marco, la función estabilizadora de la política fiscal depende básicamente de la actuación de los estabilizadores automáticos. Es cierto que, incluso dentro del PEC, los gobiernos pueden llevar a cabo medidas discrecionales de política fiscal en algunas circunstancias, pero como la Comisión Europea (2002) señala «la filosofía subyacente del PEC es escéptica al «ajuste fino» mediante la política fiscal: la estabilización se debe alcanzar a través de los estabilizadores automáticos y la política fiscal discrecional, aunque no está eliminada completamente, se debe confinar a un conjunto limitado de circunstancias donde esta política es útil. Por lo tanto, debe estar sujeta a una cuidadosa revisión caso por caso tanto por el gobierno nacional como por el Eurogrupo, debido a los efectos desbordamientos».

¹ En marzo de 2005 se aprobaron nuevas excepciones, partiendo de que los países puedan presentar déficits por encima del 3%.

² No obstante, el cumplimiento del PEC en los primeros seis años de la UEM ha sido muy bajo. Por ejemplo, cinco países de la UEM tuvieron un déficit excesivo en 2005 y sólo 4 países registraban superávit ese mismo año.

Cuadro n.º 1

Pertenencia y distancia al centro de los conglomerados

País	Margen mínimo de seguridad	Saldos estructurales 2006	Objetivos a medio plazo
Bélgica	-0,7	0,1	0,5
Alemania	-1,6	-2,2	0,0
Grecia	-1,7	-3,3	0,0
España	-1,5	1,9	0,0
Francia	-1,7	-2,3	0,0
Irlanda	-1,3	1,7	Próximo al equilibrio
Italia	-1,5	-4,1	0,0
Luxemburgo	0,1	-1,1	-0,8
Holanda	-0,7	0,6	Entre -0,5 y -1
Austria	-2,1	-1,2	0,0
Portugal	-1,2	-3,7	Al menos -0,5
Finlandia	0,8	2,9	0,5

Nota: El margen mínimo de seguridad es el déficit estructural que permite a los estabilizadores automáticos operar plenamente sin superar el límite del 3%.

Fuentes: Comisión Europea (2002, 2006a, 2006b)

Para permitir la actuación de los estabilizadores automáticos sin superar el 3% de déficit, la Comisión Europea ha calculado el déficit estructural que como máximo pueden alcanzar los países europeos, denominado *margen mínimo de seguridad*. Estos valores³ se recogen en el cuadro n.º 1, donde también aparece el objetivo a medio plazo⁴ que cada país de la UEM ha recogido en su última actuación del Programa de Estabilidad y el saldo estructural correspondiente a 2006. Como puede comprobarse, los objetivos a medio plazo son incluso más ambiciosos que el margen mínimo de segu-

ridad que permite la actuación de los estabilizadores automáticos⁵, pero Alemania, Grecia, Francia, Italia, Luxemburgo y Portugal tienen saldos estructurales por debajo del *margen mínimo de seguridad*. España, por el contrario, presenta un alto superávit estructural para poder aplicar políticas fiscales anticíclicas sin superar el 3% de déficit, tanto mediante estabilizadores automáticos como a través de medidas discrecionales.

La reforma del PEC aprobada en marzo de 2005 introdujo más flexibilidad en la aplicación de las políticas presupuestarias a corto plazo por los gobiernos nacionales⁶. Cada estado, por ejemplo, presenta su pro-

³ El margen mínimo de seguridad depende de la sensibilidad del presupuesto a los cambios en el *output gap* y de la volatilidad de cada economía.

⁴ En marzo de 2005 el Consejo Europeo acordó que cada país determinara sus propios objetivos a medio plazo, teniendo en cuenta tres criterios básicos: la ratio de la deuda pública/PIB, el crecimiento potencial y el margen de seguridad con respecto al límite del 3%.

⁵ Una explicación puede ser que el margen mínimo de seguridad sólo considera los riesgos cíclicos, pero el objetivo a medio plazo considera también otras circunstancias, tales como el envejecimiento.

pio objetivo presupuestario a largo plazo y un plan de ajuste para lograrlo. Más importante aún es la aceptación de una definición más amplia del concepto de recesión económica severa y otros factores excepcionales que justifican la aparición de déficit excesivos no sancionables (situación económica cíclica, sostenibilidad de la deuda pública, o la aplicación de las reformas estructurales relacionadas con la estrategia de Lisboa, por ejemplo).

Además del PEC, algunos países europeos han introducido reglas fiscales nacionales para favorecer aún más la estabilidad presupuestaria a largo plazo. En los últimos veinte años el número de estas reglas fiscales nacionales ha aumentado y se han extendido tanto entre los gobiernos centrales como entre los regionales⁷. El Consejo Europeo, de hecho, indicó en marzo de 2005 que las «reglas presupuestarias nacionales deben ser complementarias a los compromisos de los Estados miembros bajo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento».

En España, el gobierno conservador aprobó en 2001 la Ley General para la Estabilidad Presupuestaria. Su objetivo era reforzar el acuerdo sobre el objetivo a largo plazo de la sostenibilidad presupuestaria y asegurarse de que la descentralización fiscal creciente, derivada del nuevo sistema de financiación de los gobiernos regionales, no se viera reflejada en los costes de la estabilidad presupuestaria. Desde el punto de vista de este artículo, su principal disposición era que cada entidad del sector público –nacional, regional o local– debía cumplir cada año el criterio de estabilidad presupuestaria, definido como una «situación de equilibrio o superávit».

El gobierno central tenía que aprobar cada año los objetivos presupuestarios de estabilidad para los tres años siguientes para el conjunto de las Administraciones Públicas y para cada subsector, y todas las entidades públicas tenían que presentar un presupuesto que cumpliera este requisito de presupuesto equilibrado o superávit. Los desequilibrios eventuales tenían que ser justificados por las entidades concernientes y requerían la formulación de un plan de tres años para corregirlos.

La ley se justificó principalmente por la necesidad de consolidar los logros recientes alcanzados en un contexto de creciente descentralización fiscal y otros desafíos a largo plazo, como los relacionados con el envejecimiento. También intentaba evitar la asimetría potencial respecto al objetivo de estabilidad presupuestaria entre el gobierno central, que es el único responsable de los compromisos de consolidación fiscal adquiridos frente a las autoridades europeas, y los gobiernos regionales y locales, que tienen una participación creciente en el gasto público.

Sin embargo, la crítica principal contra la ley era que el objetivo de la estabilidad presupuestaria, definido como presupuesto equilibrado o de superávit cada año, independientemente del ciclo, podría obstaculizar la función estabilizadora de la política fiscal⁸, y que este requisito era aún más rígido que la necesidad de mantenerse «cerca del equilibrio o en superávit» recogido en el PEC.

Por ejemplo, los superávit en un subsector no podrían compensar los déficit en otros y una vez que hubiera ocurrido el déficit, el gobierno responsable tenía tres años para restaurar el presupuesto equilibrado.

⁶ Consejo Europeo (2005).

⁷ Para una revisión de las reglas fiscales nacionales en Europa véase Comisión Europea (2006a) y Fernández Llera (2005).

⁸ Por ejemplo, véase Sebastian, González Calbet y Pérez Quirós (2004), Doménech (2004) o Gobierno Español (2005).

Como la longitud media del ciclo en España ronda los siete años, este período podría ser insuficiente y dar lugar a una política procíclica.

En mayo de 2006, el Parlamento español aprobó una reforma de esta ley que introduce mayor flexibilidad. El principal cambio respecto a la estabilización cíclica⁹ es, precisamente, que adopta una nueva definición de «estabilidad presupuestaria», basada en la posición cíclica de la economía. Específicamente, permitirá que al definir los objetivos presupuestarios en función del ciclo los estabilizadores fiscales automáticos operen: equilibrio fiscal para épocas de crecimiento normal (fijado entre un 2 y 3 por ciento para el período 2007-09); un déficit público hasta -1% del PIB para épocas de bajo crecimiento; y un superávit para épocas con alto crecimiento. Esta definición incluso permitiría la aplicación de alguna política fiscal activa o discrecional en las malas épocas que actuarían junto a los estabilizadores automáticos, como señala la Oficina Económica del Presidente¹⁰.

Otro cambio principal introducido por esta reforma es que los gastos en inversión de capital relacionados con la mejora de la productividad —uno de los principales objetivos de la política económica española para los próximos años— y la competitividad, se excluyen de estos objetivos, en una cantidad de hasta el 0,5% del PIB. Así, el déficit total en épocas de bajo crecimiento para los gobiernos centrales y territoriales podría ser del 1,5% del PIB.

En la sección número 5 de este artículo demostraremos que estos cambios en la ley española mejorarán la capacidad estabilizadora de la política fiscal.

3. LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y LA CAPACIDAD DE ESTABILIZACIÓN DE LOS PAÍSES MIEMBROS DE LA UEM

En general, la eficacia de la política monetaria se puede ver limitada por determinadas circunstancias¹¹. En todos estos casos, la intervención de la política fiscal sería necesaria para estabilizar la economía a corto plazo. Sin embargo, en este artículo sólo se analizan las limitaciones derivadas específicamente del hecho de que la política monetaria es aplicada por un único banco central para un grupo de economías cuya situación cíclica es muy diferente.

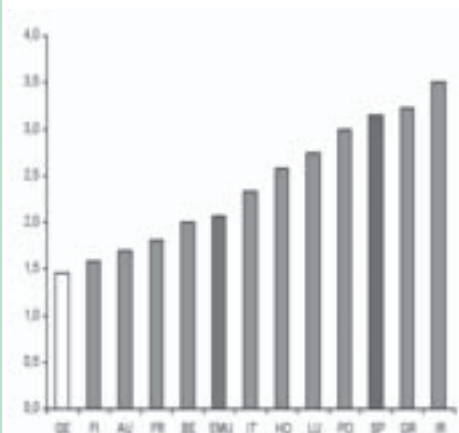
Para los países europeos, la Unión Monetaria ha supuesto una redefinición de los instrumentos principales de la política de estabilización. Esto ha planteado el problema de la posible pérdida de capacidad de estabilización por parte de las economías que forman la UEM. Efectivamente, si estas economías experimentan una perturbación común a todas ellas (por ejemplo, una desaceleración de carácter global) la propia política monetaria única podría reaccionar para favorecer una vuelta rápida a la situación de equilibrio. El problema se plantea, sin embargo, cuando la perturbación tiene un carácter asimétrico: al afectar sólo a algunas economías, no se producirá esta reacción por parte de la autoridad monetaria (cuya obligación es atender a la situación económica media) y se puede producir un retorno más lento de las economías afectadas a su situación de equilibrio, con los

¹¹ Por ejemplo, la denominada «trampa de la liquidez» (como en Japón, donde el tipo de interés nominal es prácticamente igual a cero) los efectos de la política monetaria normalmente se concentran en sectores económicos específicos, como el sector de la construcción o la inversión, mientras que la política fiscal tiene un efecto más global sobre toda la economía; o los bancos centrales pueden ser mucho más conservadores, evitando algún grado de expansión monetaria necesaria, para preservar su «credibilidad».

⁹ Para más detalles véase FMI (2006).

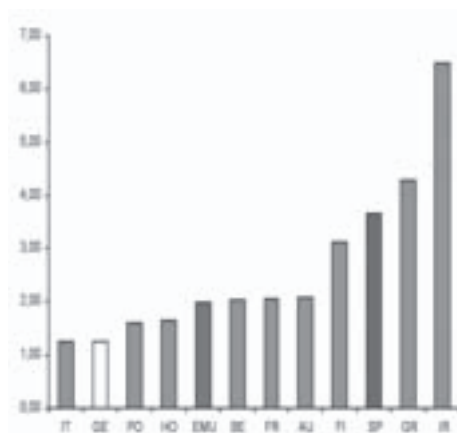
¹⁰ Véase otra vez Sebastian, González Calbet y Pérez Quirós (2004).

Gráfico n.º 1
Tasa de inflación
(media 1999-2005)



Fuente: Base de datos Eurostat.

Gráfico n.º 2
Tasa de crecimiento del PIB
(media 1999-2005)



Fuente: Base de datos Eurostat.

consiguientes costes en términos de empleo y renta.

Este problema es más que una mera posibilidad teórica. Los estudios empíricos realizados para contrastar la probabilidad de que las economías europeas experimenten perturbaciones de este tipo muestran que, de hecho, no puede descartarse que estas situaciones se produzcan¹².

Si se analiza la experiencia actual de la UEM se observa que, aunque los diferenciales de inflación entre los países miembros se redujeron en los años anteriores a la formación de la Unión Monetaria, esta ten-

dencia cesó en 1999 produciéndose desde entonces un nuevo incremento en la dispersión de la inflación¹³. Aún más, en contraste con otras áreas monetarias, las diferencias en las tasas de inflación han sido altamente persistentes, con algunos países que han registrado tasas de inflación por encima de la media desde 1999, y otros que han estado sistemáticamente por debajo de la media (gráfico n.º 1)¹⁴. Finalmente, tampoco hay una tendencia decreciente en la dispersión del *output gap*, y las tasas de crecimiento de los países miembros de la UEM han registrado significativamente valores diferentes en este periodo (gráfico n.º 2).

¹² Un trabajo clásico en este sentido es el de Bayoumi y Eichengreen (1993). Los debates posteriores se han centrado, sin embargo, en la posibilidad de que la profundización en la integración económica favorezca la especialización productiva de las economías europeas (aumentando aún más la probabilidad de un choque asimétrico) o, al contrario, genere una tendencia hacia una mayor aproximación de las estructuras productivas.

¹³ Los tres factores que explican básicamente estos diferenciales son la distinta reacción a los mismos *shocks* (precios del petróleo y tipo de cambio del euro), diferencias cíclicas y el efecto Balassa Samuelson.

¹⁴ Específicamente, desde 1999 Irlanda, Grecia, España, Portugal e Italia han tenido siempre tasas de inflación por encima de la media, mientras que en Alemania y Austria las tasas de inflación se han situado por debajo de la media cada año. Véase BCE (2005).

3.1. Tipo de interés nominal único, situaciones cíclicas diferentes: España y Alemania

Para tener alguna medida de la relevancia de este problema en algunos países miembros, en esta sección se analiza cómo se ajusta el tipo de interés nominal establecido por el BCE a la situación cíclica de España y Alemania desde 1999.

Nuestros análisis se basan en la regla de Taylor¹⁵, ya que parece representar adecuadamente la utilización efectiva del tipo de interés por parte de los principales bancos centrales para estabilizar la economía. De acuerdo con esta regla, el banco central establece un tipo de interés de referencia o de equilibrio (aquel para el cual la economía alcanza su producción potencial) y sitúa el tipo de interés de intervención por encima (debajo) cuando la inflación es superior (inferior) al objetivo o el *output gap* es positivo (negativo). Formalmente, en el caso del BCE esta regla puede representarse de la siguiente forma:

$$i_t^{UEM} = \bar{r} + \bar{p}_t^{UEM} + \beta_1 (\dot{p}_t^{UEM} - \dot{p}^{OBJ}) + \beta_2 OG_t^{UEM} \quad (1)$$

donde $\bar{r}$ es el tipo de interés real de equilibrio, $\bar{p}^{UEM}$ y OG^{UEM} los valores medios en la UEM de la tasa de inflación y el *output gap*, y la tasa de inflación objetivo, que el BCE fija en el 2%. Los parámetros β_1 y β_2 indican la importancia de la reacción de las autoridades monetarias ante desviaciones de la inflación y del *output gap* respecto a los valores de referencia. A partir de las estimaciones de Taylor (1993) es frecuente dar un valor de 1,5 al parámetro β_1 y un valor de 0,5 al parámetro β_2 , por lo que podemos reescribir esta ecuación:

$$i_t^{UEM} = \bar{r} + 2\% + 1,5 (\dot{p}_t^{UEM} - 2\%) + 0,5 OG_t^{UEM} \quad (2)$$

En un artículo sobre las reglas de política monetaria¹⁶, el BCE señala que el enfoque

de la política monetaria basado en reglas presenta importantes ventajas frente a una mayor discrecionalidad de los bancos centrales¹⁷, pero también afirma que este tipo de reglas sencillas adolece de algunas debilidades destacadas¹⁸. Por ello, para evitar estos problemas a la vez que se mantienen las ventajas de un comportamiento sistemático, el BCE ha preferido representar su política monetaria a través de una «estrategia» basada en dos pilares, observando un comportamiento «gobernado por reglas» más que «vinculado» estrictamente a las mismas.

No obstante, el BCE (2004a) describe el comportamiento teórico de un banco central de una forma muy similar a la que establece la regla de Taylor: «Un banco central que siga una política orientada hacia la estabilidad fijaría, entonces, su instrumento de tipo de interés de manera que los tipos de interés a corto plazo se desplazaran hasta situarse en un nivel por encima o por debajo de su nivel natural, para contrarrestar los efectos de estas perturbaciones que afectan a la evolución de precios». Y existe una amplia literatura empírica, según la cual la actuación real de los principales bancos centrales se ajusta adecuadamente a lo que predice este tipo de reglas sencillas¹⁹. Por

¹⁶ BCE (2001).

¹⁷ Entre estas ventajas destacan la expresión clara del compromiso de la política monetaria con la estabilidad de precios, lo que evita un posible sesgo inflacionista, la mayor eficacia para guiar las expectativas del público, o el refuerzo que suponen para la credibilidad y transparencia de la actuación de los bancos centrales.

¹⁸ Fundamentalmente, estas limitaciones tienen que ver con la pérdida de información que se deriva de la reducción de la ecuación a unas pocas variables, la dificultad de sistematizar todas las contingencias a las que puede enfrentarse la política monetaria y la incertidumbre relativa a algunas de las variables que deben utilizarse en la toma de decisiones. En la regla de Taylor esto es especialmente importante en el caso del tipo de interés de equilibrio y el *output gap*, que no son directamente observables.

¹⁹ Hay muchos artículos que estiman la función de reacción del BCE. Por ejemplo, véase Gerdesmeier and Roffia (2003).

¹⁵ Taylor (1993).

tanto, sigue resultando útil analizar la política monetaria efectivamente llevada a cabo por el BCE utilizando este instrumento.

Si aceptamos este método, podemos encontrar que la política monetaria única aplicada por el BCE podría ser inadecuada para un país que pertenece a la Unión Monetaria por una de estas tres razones:

1. El BCE podría fijar un tipo de interés diferente al tipo óptimo determinado por la regla de Taylor.
2. Los parámetros de la regla de Taylor podrían tener valores distintos en un país respecto a la Unión Monetaria en su conjunto. Por ejemplo, éste podría ser el caso del tipo de interés neutral o de los parámetros β_1 y β_2 . Estos dos parámetros se derivan de las preferencias de las autoridades y de algunas circunstancias estructurales que determinan la eficacia del mecanismo de transmisión de la política monetaria.
3. El tipo de interés óptimo podría ser diferente para un país porque su inflación y su *output gap* se están desviando del promedio de la Unión Monetaria.

Como el objeto de nuestro análisis es principalmente aproximarnos a la medida en la que el BCE ha ido adaptando la evolución del tipo de interés de intervención a los cambios a corto plazo en la situación cíclica de la UEM, podemos evitar los problemas de estimación del tipo de interés de equilibrio a largo plazo y centrarnos en el «componente cíclico» de la regla de política monetaria. Siguiendo a Doménech, Ledo y Taguas (2002), llamamos así a la suma ponderada de la desviación de la inflación respecto al objetivo, más el *output gap*, utilizando como coeficientes los propuestos por el propio Taylor. Para la Unión Monetaria sería:

$$\text{COMPONENTE CICLICO} = 1,5(\hat{p}_t^{\text{UEM}} - 2\%) + 0,5OG_t^{\text{UEM}} \quad (3)$$

En definitiva, este componente recoge la medida en que debe desviarse el tipo de

intervención del BCE de su valor de equilibrio a largo plazo como consecuencia, a su vez, la distancia entre la renta y la inflación respecto a los objetivos establecidos a largo plazo (el nivel de renta potencial y una tasa de inflación del 2%). Si la evolución del tipo de interés se ajusta efectivamente a los cambios de este desajuste cíclico a corto plazo, podría considerarse que el BCE lleva a cabo de hecho una política monetaria estabilizadora.

Por supuesto, la expresión anterior se refiere a la media de la inflación y el *output gap* en la UEM, y el problema que nos estamos planteando es precisamente que la trayectoria de estas variables puede haber diferido en cada uno de los países de la zona euro, produciéndose un desajuste entre el tipo de interés óptimo para la UEM y el tipo de interés óptimo para cada uno de estos países. Utilizando la terminología propuesta por Galí (1998) hemos llamado índice de tensión monetaria (ITM)²⁰ a la medida de este desajuste, que se define para un país i de la siguiente forma:

$$ITM^i = 1,5(\hat{p}_t^i - \hat{p}_t^{\text{UEM}}) + 0,5(OG_t^i - OG_t^{\text{UEM}}) \quad (4)$$

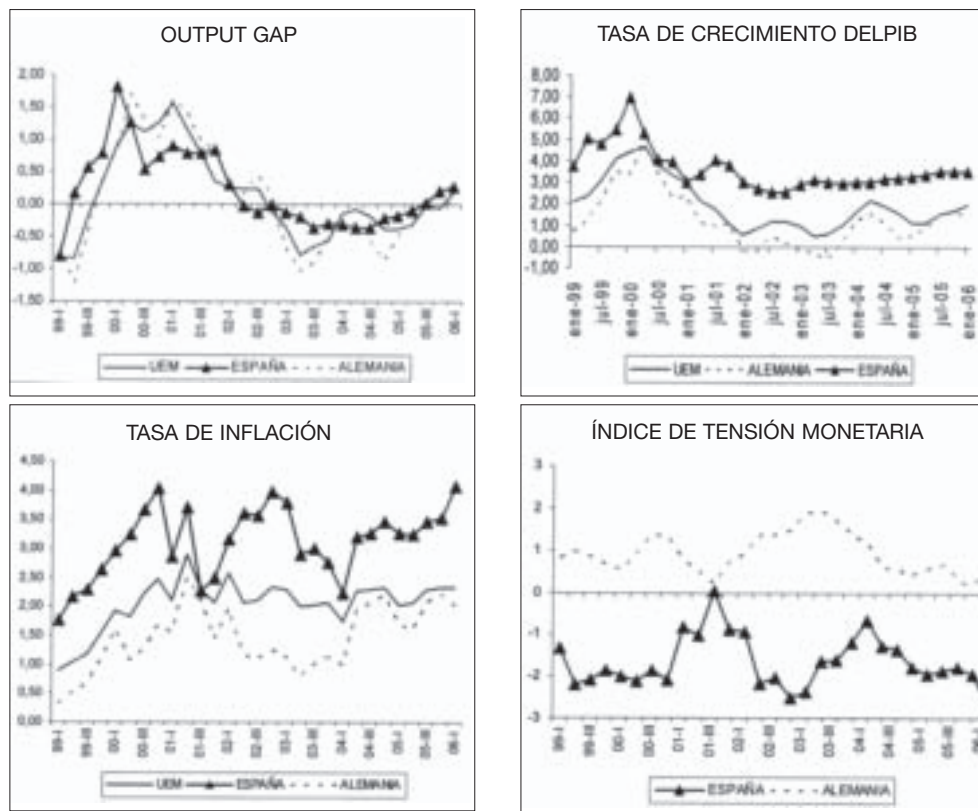
Es decir, este índice mide la diferencia que habría entre el tipo de interés óptimo para la UEM y para un país concreto como consecuencia de las distintas trayectorias del componente cíclico, suponiendo una misma regla de política monetaria y un tipo de interés de equilibrio a largo plazo también común en todo el área euro²¹. Un valor

²⁰ El FMI (2004) calcula un índice similar del ajuste de la política monetaria del BCE a las diferentes situaciones cíclicas de los países de la UEM usando diferentes especificaciones de la regla de Taylor y estimando lo que denomina «brechas monetarias» o *monetary gaps*.

²¹ Nuestro argumento cobra si cabe más fuerza incluso si éste no era fuera el caso. Hayo (2006) estima las reglas de Taylor para cada país de la UEM con los datos anteriores a 1999 y obtiene el tipo de interés que los bancos centrales nacionales fijarían desde 1999, dado las tasas de inflación y los *output gaps* actuales. Él encuentra que «para casi todos los países miembros de la UEM los tipos de interés del área euro tienden a

Gráfico n.º 3

Posición cíclica diferente y política monetaria única en la UEM: España y Alemania



Fuente: Base de datos Eurostat y elaboración propia

positivo del índice significaría que el tipo de interés aplicado por el BCE como consecuencia de la situación cíclica media de la UEM es demasiado restrictivo para las condiciones cíclicas vigentes en ese mismo momento en el país *i*, y lo contrario ocurriría si el índice es negativo.

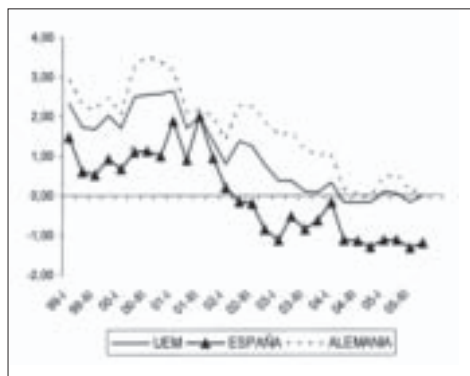
Si se observa el caso de Alemania, el gráfico n.º 3 muestra que el índice ha sido

estar por debajo de los tipos de interés nacionales objetivos, incluso después de contar explícitamente con un tipo de interés real más bajo en el período de la UEM, siendo Alemania la única excepción».

positivo desde 1999 debido a la evolución negativa de sus valores de *output gap* y a sus tasas de inflación más bajas. España, por el contrario, tiene un índice negativo, principalmente debido al diferencial positivo de la inflación respecto a la media y a su mayor tasa de crecimiento. Esto revela un mal ajuste entre la política monetaria de la Unión Monetaria y las políticas que habrían sido apropiadas para estos países según sus propias circunstancias y, por lo tanto, nos conduce a realzar la importancia del uso de una política fiscal activa de forma anticíclica.

Gráfico n.º 4

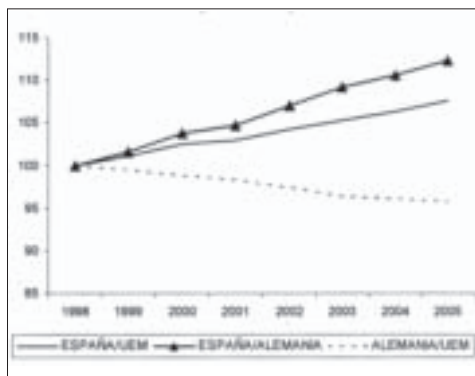
Tipos de interés reales



Fuente: Base de datos Eurostat.

Gráfico n.º 5

Tipos de cambio reales (1998=100)



3.2. El efecto desestabilizador del tipo de interés real

De hecho, el problema no es sólo que el tipo de interés nominal establecido por el BCE pueda no ser el apropiado para todos los países si están en diferentes posiciones cíclicas, sino que, consecuentemente, el tipo de interés real puede tener un efecto desestabilizador.

Podemos ver esto suponiendo que un país (España) sufre una perturbación y su tasa de inflación se sitúa por encima del objetivo establecido por el banco central. Cuando un país tiene su propia política monetaria, el banco central aumentará el tipo de interés nominal para neutralizar las tendencias inflacionistas, enfriando la economía. Si el aumento del tipo de interés nominal es proporcionalmente mayor que el incremento en la tasa de inflación –lo que se conoce como el Principio de Taylor– el tipo de interés real subirá, que es lo que se requiere para moderar la inflación.

La principal diferencia cuando la política monetaria es aplicada por un banco central

único es que, como el *shock* de oferta sólo eleva la inflación en un país, la tasa media de inflación de la UEM también se eleva, aunque menos que proporcionalmente. Incluso aunque el BCE aumentase el tipo de interés nominal, lo haría en menor proporción a lo que habría crecido la inflación en el país que sufre la tasa de inflación mayor²², y el tipo de interés real por lo tanto bajaría en vez de aumentar, como sería necesario. El resultado es que el PIB será mayor que su nivel potencial, aumentando en vez de reducir las presiones inflacionistas.

El FMI (2004) se plantea esta cuestión y concluye que un cambio en el *output gap* de un país no da lugar a un cambio en su tipo de interés real en la dirección deseada, sino que tiende a causar un desequilibrio mayor: «El efecto (del *output gap* nacional) sobre los tipos de interés reales ha tendido a ser procíclico, con tasas de inflación crecientes en las economías con un *boom* económico, especialmente Irlanda, Países

²² Suponiendo $\beta_1 < 2$, que es el caso que nosotros consideramos significativo.

Bajos y Portugal, que presentaban tipos de interés reales más bajos, estimulando en gran medida la demanda interna. Similarmente, en los países que experimentaban desaceleraciones prolongados, tales como Alemania, la caída de la inflación provocó tipos de interés reales más altos». En el gráfico n.º 4 representamos el tipo de interés real en la UEM, España y Alemania, confirmando este efecto desestabilizador: el tipo de interés real ha caído más en España que en Alemania, aunque el primero tiene una tasa de inflación más alta y necesita un impulso monetario menor.

3.3. Mecanismos estabilizadores. El tipo de cambio real

Por supuesto, la pérdida de capacidad de estabilización por parte de las economías de la UEM sería más baja si las economías de la Unión Monetaria tuvieran otros mecanismos de ajuste alternativos a la política monetaria, como la flexibilidad salarial y la movilidad geográfica en las que se centra la tradicional teoría de las Áreas Monetarias Óptimas. Los estudios empíricos, sin embargo, también muestran que tales mecanismos son débiles en las economías europeas²³ y que sería difícil que aumentasen su eficacia a corto plazo²⁴.

Otro posible mecanismo estabilizador se basa en el efecto que los diferenciales de inflación dentro de la UEM tienen en el tipo de cambio real. Si un país experimenta un

shock específico, y su tasa de inflación es distinta a la de la Unión (es mayor, por ejemplo) la variación resultante en el tipo de cambio real actuará como mecanismo de estabilización (en este caso, un apreciación reduciría las exportaciones al resto de la UEM, reduciría la renta y, en última instancia, moderaría la tensión inflacionista). Si es bastante fuerte, este mecanismo compensará la falta de una política monetaria independiente.

Por ejemplo, como consecuencia de la mayor tasa de inflación española entre 1999 y 2005, su competitividad vía precio se redujo un 7,6% en relación a la zona euro y un 12,6% en relación a Alemania. Por el contrario, Alemania experimentó una depreciación real de un 4,2% respecto a la UEM (gráfico n.º 5)²⁵.

Ahora bien, también cabe la posibilidad de que no sea lo suficientemente fuerte para asegurar la estabilización de las economías nacionales sometidas a perturbaciones asimétricas, o para hacerlo con suficiente rapidez. Recurriendo nuevamente al trabajo del FMI (2004), se afirma que «el efecto de los diferenciales de inflación sobre la competitividad externa debería ser estabilizador, puesto que una mayor inflación conduce a la apreciación real, y viceversa. En la práctica, sin embargo, el efecto estabilizador de los diferenciales de inflación a través de este canal no parece haber sido particularmente fuerte». Si observamos concretamente la experiencia española, López-Salido, Restoy y Vallés (2005) señalan que «la relación de intercambio no juega un papel estabilizador fuerte como se ha sugerido a veces en la literatura. (...) Hemos encontrado que, en general, el deterioro de la relación de intercambio que causa los diferenciales de inflación no tiene un efecto

²³ Mongelli (2002) ofrece una panorámica de la literatura empírica.

²⁴ Desde 2000, los países europeos han estado intentando aplicar un programa de reformas estructurales –la Estrategia de Lisboa– que podría aumentar la eficacia de estos mecanismos. Si fuera así, esto reduciría la necesidad de aplicar otras políticas –fiscales, por ejemplo– para solucionar el problema de las perturbaciones asimétricas en la UEM, aunque no desaparecerían totalmente. Sin embargo, los avances alcanzados en la Estrategia de Lisboa en los primeros cinco años no han sido tan grandes como se esperaba, según muestra el informe Kok (2004).

²⁵ Estamos comparando la tasa de variación del IPCA como una aproximación a la evolución de la competitividad. Dependiendo del índice usado, la pérdida de competitividad en relación a la zona euro oscila entre el 5% y el 8%.

estabilizador cuantitativamente relevante, pues su impacto sobre el *output* es relativamente pequeño a corto plazo».

Concluyendo, en esta sección se demuestra que dada la falta de sincronización cíclica entre las economías europeas y los mecanismos de ajuste relativamente débiles, la política monetaria común debe ir acompañada de un mecanismo alternativo que permita a las autoridades nacionales recuperar esta capacidad de estabilización, y el candidato natural es la política fiscal. En el resto de este artículo consideramos la posibilidad de una política fiscal más activa que realice esta función.

4. LA EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL: MEDIDAS ACTIVAS Y ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS

De acuerdo con los resultados obtenidos en el apartado anterior, donde hemos visto que el tipo de interés establecido por el BCE no se ajusta simultáneamente a las condiciones cíclicas de todas las economías del área euro, creemos que la política fiscal debería jugar un papel más activo en la Unión Monetaria, actuando con la suficiente flexibilidad para hacer frente a los *shocks* asimétricos²⁶.

Por ejemplo, si la política monetaria única fuese demasiado expansiva para la situación cíclica de un país –el caso de España–, la política fiscal debería adoptar un signo más restrictivo, pero también al contrario. Debería permitirse una expansión fiscal adecuada cuando un país atraviesa una situación cíclica más desfavorable que el

resto de la Unión, y por tanto está sufriendo una política monetaria demasiado restrictiva –el caso de Alemania–.

Paradójicamente, sin embargo, la obligación de respetar el PEC reduce esta posibilidad y algunos países han adoptado reglas fiscales nacionales incluso más duras. Aunque los defensores de estas barreras legales al activismo de la política fiscal activa mantienen que esta función anticíclica se produce a través de los estabilizadores automáticos y que el actual marco fiscal garantizaría un margen de maniobra suficiente para su actuación, en un apartado posterior mostraremos cómo su efecto puede ser insuficiente y desigual en los distintos países.

Desde el punto de vista más teórico, los economistas más liberales justifican estas limitaciones legales y rechazan el uso de la política fiscal como una herramienta estabilizadora debido a las dudas sobre la eficacia de las políticas fiscales para influir en la renta y el empleo.

Este planteamiento se basa principalmente en la hipótesis de la equivalencia ricardiana, que postula que los déficit presupuestarios financiados con emisión de deuda no afectan a la demanda agregada ni a los tipos de interés, ya que este crecimiento de la deuda pública se vería neutralizado por un aumento en el ahorro privado.

Estudios recientes sobre los «efectos no keynesianos de los saneamientos presupuestarios»²⁷ también incluyen estas críticas teóricas. La puesta en práctica de medidas estrictas de ajuste fiscal en algunos países de la OCDE parece haber tenido un efecto expansivo, al contrario de lo que predice la teoría keynesiana tradicional.

²⁶ Calmfors (2002) apoya esta misma idea: «El problema general, desde mi punto de vista, es que la estabilización macroeconómica en respuesta a situaciones asimétricas en el área euro requerirá un mayor uso de la política fiscal como herramienta de la política de estabilización a nivel nacional».

²⁷ Existe ya una amplia literatura sobre este aspecto de los ajustes presupuestarios. Puede encontrarse un resumen en Comisión Europea (2003).

Estos efectos se derivarían, fundamentalmente, de una mayor confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que impulsaría una reducción de la prima de riesgo de los tipos de interés y una expectativa de bajada de impuestos, o de efectos positivos por el lado de la oferta, si el ajuste va acompañado de una reforma estructural del sector público.

Sin embargo, Blinder (2004) y Carlin y Soskice (2006) resumen las críticas más frecuentes a la equivalencia ricardiana y Calmfors (2003) señala que «los resultados de la equivalencia ricardiana requieren supuestos teóricos muy restrictivos que no es probable que se verifiquen en la realidad»²⁸. De hecho, la evidencia empírica no permite rechazar por estos motivos la utilización de la política fiscal para estabilizar la economía. Más bien al contrario, algunos estudios recientes aportan una fuerte evidencia de que los estímulos fiscales pueden tener efectos positivos sobre la renta²⁹. Por

²⁸ Fundamentalmente, para que la equivalencia ricardiana se cumpla han de cumplirse, al menos, los siguientes supuestos: ausencia de restricciones a la liquidez de las economías domésticas; tanto el tipo de interés como el horizonte temporal de las familias y el gobierno deben ser iguales; las economías domésticas tienen en cuenta la utilidad de sus herederos en su comportamiento como consumidores.

²⁹ Burnside, Eichenbaum y Fisher (1999) y Fatás y Mihov (2000) señalan que en Estados Unidos los *shocks* fiscales inducen cambios en el *output*, consumo, inversión y empleo. Asimismo, Fatás y Mihov (2002) encuentran, partiendo de datos temporales y de sección cruzada de 51 países, que es estadísticamente significativa la relación existente entre la magnitud de las fluctuaciones producidas en el *output* y el uso de la política fiscal discrecional, en el sentido que los países con gobiernos de mayor tamaño sufren una menor volatilidad en el ciclo económico. Por su parte, Perotti (2002) estudia los efectos de las medidas fiscales sobre el crecimiento del PIB, precios y tipos de interés en cinco países de la OCDE (Estados Unidos, Alemania, Reino Unido, Canadá y Australia) utilizando vectores autorregresivos, y de este análisis se deduce que los efectos estimados de la política fiscal sobre el PNB tienden a ser positivos, aunque pequeños, y que los multiplicadores del gasto público (positivos y en su mayoría inferiores a uno) suelen ser mayores en valores absolutos a los obtenidos como multiplicadores de los impuestos (negativos).

ejemplo, Hemming, Kell y Mahfouz (2002) ofrecen un resumen de esta literatura empírica y estiman un valor medio del multiplicador de los impuestos en torno a 0,5.

Y, como subraya el FMI (2004), la utilización de la política fiscal para estabilizar el *output* en un país de la UEM «parece incluso más persuasivo dada la mayor efectividad potencial de la política fiscal nacional en una Unión Monetaria. En realidad, los típicos efectos desplazamientos de un estímulo fiscal a través de mayores tipos de interés y la apreciación del tipo de cambio son muchos más débiles debido a que ambas variables se determinan en el conjunto del área euro».

Finalmente, resulta paradójico que los mismos autores que rechazan el uso de medidas fiscales expansivas para estimular la demanda agregada argumentando su ineficacia, recomendaban políticas fiscales restrictivas cuando la economía está sufriendo una elevada tasa de inflación. Por ejemplo, este es el caso de España, donde el Fondo Monetario Internacional (2006) señala que la tarea actual de la política fiscal debería ser la de restringir la demanda agregada.

Por otra parte, la corriente dominante entre los economistas también considera que el manejo discrecional de la política fiscal con intención estabilizadora se enfrenta a dificultades importantes que limitan su eficacia frente a los estabilizadores automáticos. En concreto, una institución como el BCE, especialmente favorable a la limitación de la capacidad discrecional de las autoridades fiscales, señala cinco ventajas principales de los estabilizadores automáticos frente a las medidas discrecionales³⁰: actúan puntualmente, frente al retardo que sufren las medidas discrecionales, ya que se ponen en marcha sin necesidad de

³⁰ BCE (2004b).

adoptar una decisión específica, y se encuentran incorporados a la estructura de impuestos y gastos públicos; son más previsibles, y por tanto favorecen la formación de las expectativas de los agentes; su efecto es siempre simétrico a lo largo del ciclo, ya que cuando cambia la fase del ciclo se produce de forma automática un cambio en la dirección en que actúan; el tamaño de la variación de los gastos e ingresos es siempre proporcionado al tamaño de la fluctuación económica que se está produciendo; y, por último, reducen la necesidad de modificar frecuentemente los tipos impositivos.

En la misma línea, Buti y Van den Noord (2004) afirman que «la utilidad potencial de la estabilización a través de la política fiscal se ha reconsiderado, y la herencia del debate en los años 80 es un fuerte escepticismo sobre el uso de la política fiscal discrecional para ajustar la economía. (...) El uso de la política fiscal discrecional con fines estabilizadores debería limitarse únicamente a situaciones excepcionales». Sin embargo, nosotros creemos que esta aproximación basada exclusivamente en el uso de los estabilizadores automáticos resulta insuficiente por diversas razones.

En primer lugar, porque la contribución de los estabilizadores automáticos a la estabilización económica, es siempre parcial, es decir, los estabilizadores no logran eliminar completamente las fluctuaciones cíclicas. En general, el efecto global de los estabilizadores automáticos depende en principio de lo que se conoce como sensibilidad cíclica del presupuesto, que es la medida en que los distintos componentes del gasto e ingresos públicos se modifican como consecuencia de las fluctuaciones económicas, y en segundo lugar del tamaño de los multiplicadores del gasto y los ingresos públicos, que miden el impacto que tienen sobre la actividad económica los cambios anteriores. Tanto la sensibilidad cíclica como los multiplicadores varían en

función de las circunstancias de cada economía³¹.

Numerosos estudios empíricos han tratado de analizar el impacto de los estabilizadores automáticos sobre la actividad económica. Por ejemplo, el cuadro n.º 2 muestra la efectividad de los estabilizadores automáticos para reducir las fluctuaciones del PIB en los países de la Unión Europea según el modelo QUEST de la Comisión Europea³². Las simulaciones se repiten para tres tipos de *shocks* de demanda –sobre el consumo privado, inversión privada y demanda de exportaciones– y uno de oferta que afecta a la productividad laboral. En todos los casos la simulación se hace generando un cambio de un 1% del PIB en el primer año. Como puede apreciarse, dentro de las perturbaciones de demanda, los estabilizadores automáticos son más efectivos en general para neutralizar un *shock* de consumo que un *shock* de inversión o de

³¹ Concretamente, la sensibilidad de los gastos y los ingresos a los cambios en las condiciones cíclicas depende básicamente de la estructura del sistema de bienestar social (tamaño del sector público, grado de progresividad del sistema impositivo, sensibilidad del desempleo a las fluctuaciones del *output* o nivel existente de las prestaciones dadas a los desempleados) y del tipo de perturbación que se produzca (demanda u oferta, principalmente). Los multiplicadores dependen de los parámetros de las funciones de consumo e inversión, pero también del grado de apertura de la economía y de la flexibilidad de precios y salarios.

³² El modelo QUEST es una versión moderna de la síntesis keynesiana-neoclásica. Las ecuaciones de comportamiento están basadas en la optimización intertemporal de las economías domésticas y de las empresas, pero los precios se ajustan lentamente y los salarios nominales responden con un cierto retraso, debido a la existencia de contratos solapados. La política fiscal opera en el corto plazo directamente a través de la demanda agregada, y se produce un efecto *crowding out* por los cambios en el tipo de interés y el tipo de cambio. Cuando se produce una expansión fiscal, los tipos de interés tienden a elevarse, se atrae capital extranjero y la moneda se aprecia. Asimismo, este modelo le otorga un mayor peso al logro de la inflación y un menor peso al *output*. Véase un análisis detallado del modelo en Brunila, Buti y J. in't Velt (2002) y de los resultados de la estimación de los estabilizadores automáticos en Comisión Europea (2001).

Cuadro n.º 2

Efectividad de los estabilizadores automáticos en los países de la UE

País	Shock de consumo	Shock de inversión	Shock de exportaciones	Shock de productividad
Bélgica	24	11	12	12
Dinamarca	31	18	25	14
Alemania	17	9	10	13
Grecia	22	13	17	10
España	17	11	11	17
Francia	23	13	14	13
Irlanda	26	6	9	9
Italia	21	11	12	17
Holanda	20	9	10	11
Austria	23	11	14	13
Portugal	30	16	19	14
Finlandia	20	11	15	13
Suecia	31	13	15	17
Reino Unido	18	9	8	11
Media Ponderada	20	11	12	13

Notas: La efectividad de los estabilizadores automáticos se mide como el porcentaje de fluctuaciones en el output que logran reducir. La media ponderada se realiza en función del PIB de 2001.

Fuente: Comisión Europea (2001).

exportaciones. Esto refleja fundamentalmente la naturaleza del régimen fiscal: el presupuesto es más sensible a un cambio en el consumo, porque el IVA y los impuestos indirectos están afectados directamente por el *shock*, y aquellos países en los que los ingresos que proceden del IVA y de los impuestos al consumo suponen un porcentaje elevado del total presentan unos estabilizadores más eficientes. Ante un *shock* de consumo, los estabilizadores automáticos neutralizan cerca del 30% de las fluctuaciones cíclicas en Dinamarca, Portugal y Suecia, mientras que el impacto estabilizador es menor al 20% en Alemania, España y Reino Unido. En contraste, ninguna categoría de impuestos se ve directamente afectada por los *shocks* de exportaciones, por lo que la efectividad de los estabilizadores es más débil. En general, la eficacia de los estabilizadores es mayor en

todos estos casos que ante una perturbación de oferta.

En conclusión, la acción de los estabilizadores automáticos resulta ser un importante instrumento en la política anticíclica en los países de la UEM, por lo que parece acertado procurar que las condiciones presupuestarias permitan su actuación. Sin embargo, también resulta evidente que su eficacia varía de forma sustancial en función del tipo de perturbación y de otras características de los distintos países, por lo que en absoluto cabe descartar que tengan que estar acompañados también por medidas fiscales de tipo discrecional si se quiere hacer frente de manera efectiva a una perturbación, especialmente si es específica de un país y no se puede contar con el apoyo de la política monetaria.

Por otro lado, el tamaño de los estabilizadores automáticos no es el resultado

directo de una decisión política orientada a facilitar la estabilidad de la renta, sino más bien la consecuencia indirecta de otras decisiones relacionadas con un conjunto más amplio de objetivos (por ejemplo la extensión y generosidad de los sistemas de protección para el desempleo). Además, se ha de tener en cuenta también que la efectividad de los estabilizadores automáticos para estabilizar el *output* puede verse reducida por las reformas estructurales que están abordándose en Europa. En algunos países, estas reformas pueden profundizarse en los próximos años, y tienden a reducir la progresividad impositiva y, en general, las prestaciones sociales³³.

5. UNA REGLA ACTIVISTA DE POLÍTICA FISCAL PARA LOS GOBIERNOS DE LOS PAÍSES DE LA UEM

Hasta aquí hemos alcanzado las siguientes conclusiones. La centralización de la política monetaria, aplicada en función de los valores medios de la zona euro, genera una pérdida de capacidad de estabilización para las economías nacionales, puesto que si las condiciones cíclicas son diferentes en cada economía, también serán diferentes el tipo de interés fijado por el BCE y el tipo de interés óptimo para cada país por separado. Este desajuste se puede medir por el ITM, que ha registrado valores significativamente distintos de cero para España y Alemania desde 1999

Este problema es aún mayor por la pérdida de uno de los instrumentos de los que disponen las economías para compensar los efectos de las perturbaciones: el tipo de interés real. De hecho, se convierte en un mecanismo desestabilizador, que solo se compensa si el mecanismo de ajuste deri-

vado del tipo de cambio real es suficientemente fuerte.

Una política fiscal más activa, basada en la situación de cada país, podría compensar la pérdida de capacidad de estabilización de la política monetaria. Esta función, sin embargo, no puede desarrollarse solo mediante los estabilizadores automáticos, siguiendo lo que sería una interpretación estricta del PCE. Por tanto, los gobiernos europeos deberían tener una mayor capacidad para modificar sus saldos presupuestarios de acuerdo con las fluctuaciones a corto plazo de sus economías.

En este apartado presentamos precisamente una propuesta para la aplicación de la política fiscal que puede contribuir a mejorar la capacidad de estabilización de las economías de la UEM. Esta propuesta tiene dos líneas de actuación complementarias:

1. La aplicación de la política fiscal siguiendo una regla activista, de forma similar a la regla de Taylor para la política monetaria, que incluya como variables determinantes del saldo presupuestario tanto la estabilización a corto plazo como un objetivo a más largo plazo relacionado con la sostenibilidad fiscal.
1. El diseño de mecanismos institucionales apropiados para prevenir la influencia de factores políticos que pudieran generar un sesgo creciente en la deuda pública y el déficit al influir en las decisiones presupuestarias de las autoridades.

5.1. La regla fiscal activista

Para analizar la función de la política fiscal en una Unión Monetaria representamos las decisiones de las autoridades mediante reglas activistas. Por regla de política fiscal, o función de reacción de las autoridades fiscales, entenderemos una ecuación sencilla en la que alguna variable representativa

³³ Estos efectos se analizan, por ejemplo, en Buti y Van den Noord (2003).

del signo de la política fiscal (normalmente suele considerarse el saldo presupuestario total, el saldo primario o alguno de estos dos saldos ajustado cíclicamente, según cuál sea el objetivo del análisis) se mueve en función de distintas variables representativas del estado de la economía (normalmente el *output gap*, la inflación o, en determinados casos, la deuda pública)³⁴.

Aunque las reglas fiscales se han desarrollado en menor medida en la literatura que las reglas monetarias³⁵, su utilización para el análisis de las políticas fiscales presenta ventajas similares a las descritas en el caso de la política monetaria. En concreto, desde un punto de vista teórico permite comparar de forma sistemática los efectos sobre la economía de distintos comportamientos alternativos de las autoridades fiscales o discutir cuestiones relacionadas con el *polycymix* utilizando una metodología homogénea para el análisis de los dos instrumentos. Desde un punto de vista más empírico, la estimación econométrica de las reglas que de hecho han llevado a cabo las distintas autoridades fiscales en países o periodos distintos permite comparar sus políticas fiscales y evaluarlas (por ejemplo, comparándolas con las mejores reglas fis-

cales que se han obtenido en el análisis teórico).

En este apartado vamos a comparar los efectos de tres reglas alternativas de política fiscal:

Regla de política fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (RFPEC): Esta regla representa una aplicación estricta del PEC por parte de los gobiernos europeos. En ella³⁶, el gobierno establece un objetivo en términos del saldo presupuestario estructural o ajustado cíclicamente³⁷ (SAJ^{OBJ}) y sólo se desvía de él como consecuencia de la actuación de los estabilizadores automáticos.

El valor del SAJ^{OBJ} debería «anclar» la política fiscal en un valor que fuese sostenible a largo plazo. Como uno de los objetivos incluidos en el PEC es alcanzar una situación de «equilibrio o superávit» a medio plazo, podemos suponer entonces que $SAJ^{OBJ} = 0$. En este caso, el saldo presupuestario sólo depende del *output gap* del país. En concreto, cuando la economía se encuentra en una fase expansiva y el *output gap* es positivo, se aplica una política fiscal restrictiva y el saldo presupuestario se incrementa. Al contrario, si la demanda se debilita y el *output gap* es negativo, la política se hace más expansiva respecto a su situación a largo plazo y el saldo presupuestario se reduce. Estos cambios del saldo presupuestario son el resultado del componente cíclico de los gastos e ingresos públicos. El saldo presupuestario total, por otra parte, debe mantenerse siempre por debajo del 3% del PIB.

Podemos expresar esta regla fiscal mediante las siguientes dos ecuaciones, donde SP representa el saldo presupuesta-

³⁴ La presencia de la deuda pública en la regla fiscal se justifica por la preocupación de las autoridades fiscales por la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Concretamente, para que ésta se garantice es necesario que ante un aumento de la deuda las autoridades fiscales incrementen el saldo primario. Como nuestro interés en este caso es la estabilización a corto plazo de la economía, no tendremos en cuenta explícitamente este problema, aunque la magnitud de los incrementos del déficit que se producirán no comprometen la estabilización de la deuda a largo plazo.

³⁵ No obstante, sí existen trabajos en los que se estiman reglas fiscales para representar el comportamiento de distintas autoridades o para analizar sus posibles efectos sobre la economía. Entre los primeros podemos citar a Galí y Perotti (2003) o FMI (2004). Entre los segundos, a Taylor (1995 y 2000) y Aarle, Garretsen y Huart (2004). Nosotros hemos llevado a cabo una estimación de la regla fiscal seguida por los países de la UEM en los últimos 20 años en García Serrador, Arroyo, Mínguez y Uxó (2005).

³⁶ La regla de política fiscal propuesta por Taylor (2000) es similar a ésta.

³⁷ Este saldo presupuestario se obtiene descontando los efectos de los estabilizadores automáticos.

rio y α_1 mide el efecto de los estabilizadores automáticos³⁸:

$$SP_t = SAJ_t^{out} + \alpha_1 OG_t \quad (5)$$

$$SP_t \geq -3\% \quad (6)$$

Regla de política fiscal de la Ley de Estabilidad Presupuestaria (RFLE): Como hemos mencionado más arriba, la ley fiscal aprobada en España en 2001 era más estricta incluso que el PEC, ya que exigía que se registrase una situación de equilibrio presupuestario o superávit cada año³⁹. Esto implica que el gobierno debería aplicar una política fiscal discrecional procíclica para compensar los efectos de los estabilizadores automáticos sobre el saldo presupuestario. Por ejemplo, si el PIB cae por debajo de su nivel potencial y el *output gap* se hace negativo, el gobierno podría verse obligado a reducir los gastos públicos para evitar el déficit derivado de la actuación de los estabilizadores automáticos. Por tanto, esta regla significa que el gobierno renuncia a utilizar la política fiscal como un instrumento estabilizador, al menos cuando el *output gap* es menor que cero⁴⁰. En este segundo caso, las ecuaciones que representan la regla de política fiscal son las siguientes:

$$SP_t \geq 0\% \quad (7)$$

$$Si OG < 0 \Rightarrow SAJ_t = -\alpha_1 OG_t \quad (8a)$$

$$Si OG > 0 \Rightarrow SAJ_t = 0\% \quad (8b)$$

³⁸ Si se produce un *output gap* negativo suficientemente elevado y el saldo presupuestario se hace inferior a -3% del PIB, el gobierno aplicaría una política fiscal discrecional restrictiva para compensar este efecto y mantener el saldo presupuestario dentro de los límites del PEC.

³⁹ La Ley se reformó en mayo de 2006.

⁴⁰ Cuando $OG > 0$ el gobierno podría utilizar el superávit para reducir su deuda pública.

Aunque esta regla se ha modificado recientemente –los presupuestos para 2007 serán los primeros que deben realizarse de acuerdo con la reforma– hemos incluido también esta regla de política fiscal en nuestro análisis precisamente para mostrar la conveniencia de su reforma desde un punto de vista macroeconómico.

Nueva regla de política fiscal más activa (RFMA): regla basada en el *output gap* y en la inflación. Como en los casos anteriores, la tercera regla de política fiscal tiene en primer lugar un objetivo a largo plazo para el saldo presupuestario, que sería el que fijarían las autoridades cuando la economía se encontrase en su nivel potencial con una tasa de inflación adecuada⁴¹. Pero esta nueva versión de la regla de política fiscal introduce dos cambios principales:

- Primero, consideramos que las autoridades fiscales nacionales llevan a cabo una política fiscal activa con el fin de estabilizar sus economías. Por tanto, la regla recoge tanto el papel de los estabilizadores automáticos como un comportamiento discrecional sistemático por parte de las autoridades.
- Segundo, las autoridades fiscales nacionales también se preocupan explícitamente por la estabilidad de precios y que, por tanto, modifican el saldo presupuestario respecto a la situación de equilibrio a largo plazo no sólo en función de lo que ocurre con el *output gap*, sino también en función de la tasa de inflación. En definitiva, esto supone que la regla de política fiscal adopte la misma forma que la regla de Taylor para la política monetaria. A nuestro

⁴¹ Taylor (2000) y Seidman (2003) sugieren específicamente que este saldo debería ser cero. Sin embargo, de acuerdo con Calmfors (2002), «el objetivo exacto debería depender de varios factores: la situación de la deuda, las perspectivas demográficas y el tamaño de los estabilizadores automáticos».

juicio, existen razones para pensar que este comportamiento de las autoridades fiscales puede ser razonable. Por ejemplo, en el caso de España se ha aplicado durante los años de funcionamiento de la UEM una política fiscal restrictiva para contrarrestar la reducción del tipo de interés real derivada de la política monetaria del BCE, y es razonable justificar este comportamiento por la inflación diferencial que ha experimentado España durante este periodo⁴².

La siguiente ecuación representa esta regla de política fiscal:

$$SP_t = SU^{(int)} + (\alpha_1 + \alpha_2)OG_t + \alpha_3(\dot{p}_t - \dot{p}^{(int)}); (9)$$

Donde α_2 mide la reacción discrecional –no automática– de la política fiscal a las desviaciones del PIB respecto a la renta potencial y α_3 representa la reacción ante las desviaciones de la tasa de inflación respecto al objetivo de las autoridades.

5.2. Simulación de dos perturbaciones específicas en dos países de la UEM

Con el fin de analizar la contribución de cada regla de política fiscal a la estabilidad económica de los países de la UEM, en este apartado simulamos la evolución de la inflación y del *output gap* en una de estas economías cuando sufre una perturbación específica. En concreto, simularemos dos tipos de perturbaciones. Cada una de ellas pretende representar las situaciones opues-

tas que España y Alemania han experimentado durante los primeros años de la Unión Monetaria: un *shock* inflacionista y una caída de la demanda.

Las simulaciones se llevan a cabo en un modelo para una Unión Monetaria de dos países desarrollado en Uxó y Arroyo (2007). El modelo tiene tres bloques, uno por cada país (denominados 1 y 2) y el tercero para el conjunto de la Unión Monetaria (que llamaremos UEM). En el Apéndice 1 se recoge el modelo completo, por lo que aquí sólo presentamos un resumen de sus principales características:

- En las economías nacionales, la variación de la tasa de inflación depende del *output gap* del periodo anterior y de una variable aleatoria que recoge posibles *shocks* inflacionistas originados en el lado de la oferta de la economía. En ausencia de este tipo de *shocks*, la tasa de inflación se mantiene constante cuando la economía se encuentra en el PIB potencial, mientras que las desviaciones de la renta respecto a este valor de equilibrio provoca aceleraciones de la inflación (si $OG > 0$) o desaceleraciones (si $OG < 0$).
- El *output gap* se determina, a su vez, por el nivel de demanda agregada. Este nivel depende de: (i) el valor del tipo de interés real (influido por la política monetaria) en relación con el tipo de interés neutral; (ii) el valor del saldo presupuestario (determinado por la política fiscal); (iii) la diferencia entre las tasas de inflación de los dos países de la UEM; y (iv) posibles perturbaciones aleatorias de demanda.
- Para la Unión Monetaria, tanto la inflación como el *output gap* son la media de los dos países, que supondremos que tienen el mismo tamaño.

⁴² Por ejemplo, en Buti y Martínez Mongay (2005) se dice lo siguiente sobre la política fiscal que se está llevando a cabo en España: «¿Ha habido un ajuste fiscal suficiente? Con el crédito creciendo por encima del 15%, un alto endeudamiento de las familias y un diferencial de inflación elevado y persistente, parece haber riesgos próximos. Con el fin de prevenir que los desequilibrios económicos, y en particular el sobrecalentamiento, puedan hacerse más profundos, la política fiscal debería endurecerse». (El subrayado es nuestro).

- La política monetaria se aplica por el banco central –lo llamaremos BCE– siguiendo una regla de Taylor de acuerdo con los valores medios de la inflación y el *output gap* de toda la Unión Monetaria. Por tanto, como el tipo de interés nominal lo establece el BCE para toda la Unión y el tipo de interés real es la diferencia entre este tipo de interés y la tasa de inflación de cada economía, la misma política monetaria puede dar lugar a diferentes tipos reales en cada una de las dos economías de la Unión Monetaria.
- La política fiscal sigue una de las tres reglas alternativas que hemos explicado más arriba.
- Finalmente, suponemos que no hay diferencias estructurales entre ambas economías, lo que nos permite aislar el efecto de choques específicos en un país sobre la evolución de las variables macroeconómicas y el efecto que tienen las diferentes reglas de política fiscal, lo que es nuestro principal objetivo en este trabajo.

5.2.1. Una perturbación inflacionista

Partimos de una situación de equilibrio en la que las dos economías se encuentran en su nivel de renta potencial y la tasa de inflación es del 2%. Suponemos entonces que el país 1 sufre un *shock* de oferta que eleva su tasa de inflación y simulamos⁴³ la evolución dinámica de las dos economías desde entonces, considerando distintas reglas de política fiscal. Con este tipo de perturbación podemos analizar la situación de un país –como España– con una tasa de inflación más alta que la media de la UEM.

Una vez que la tasa de inflación del país 1 se eleva, el *output gap* debería reducirse

para reducir de nuevo la tasa de inflación hasta su valor objetivo. Pero la evolución del *output gap* depende de dos efectos principales, aparte de la política fiscal:

- Efecto del tipo de interés real. Cuando el *shock* de oferta eleva la inflación en el país 1, el BCE sube el tipo de interés nominal, pero menos que proporcionalmente. Entonces, el tipo de interés real se reducirá, elevando el PIB y generando un efecto desestabilizador.
- Efecto del tipo de cambio real. Como la tasa de inflación del país 1 es mayor que la del país 2, sin embargo, experimentaría una pérdida de competitividad, lo que ayudaría a moderar su demanda agregada y, entonces, a suavizar sus tensiones inflacionistas.

Es decir, tenemos un mecanismo estabilizador (el efecto del tipo de cambio real) y otro desestabilizador (el tipo de interés real) y el resultado final dependerá de la medida en que la apreciación real compense el efecto expansivo de la caída en el tipo de interés real. Pero no es seguro que esta condición se cumpla siempre y, si no hay política fiscal, las dos economías se alejarán del equilibrio sin que exista ninguna tendencia a retornar a él: en el país en el que la inflación se ha elevado, la renta no se reducirá, sino que crecerá, y esto provocará nuevas aceleraciones de la inflación en los siguientes periodos.

¿Puede resolver este problema la política fiscal? La respuesta depende de la regla concreta aplicada por el gobierno, como se muestra en el gráfico n.º 6.

Cuando tiene lugar el *shock* inflacionista, la economía sólo vuelve al equilibrio inicial si el efecto del tipo de cambio real se refuerza con una política fiscal restrictiva. Por supuesto, si el gobierno aplicase estrictamente la regla de política fiscal de la Ley de Estabilidad Presupuestaria (RFLE) esto no

⁴³ Ver en el Apéndice 2 los valores de los parámetros utilizados en la simulación.

ocurrirá, porque se aplicará una política discrecional expansiva para compensar el efecto de los estabilizadores automáticos y mantener el equilibrio presupuestario⁴⁴. Por tanto, en este caso la política fiscal tiene también un efecto desestabilizador.

Con la regla fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento el gobierno no pone en marcha ninguna política discrecional, dejando actuar a los estabilizadores automáticos. En este caso, por tanto, el saldo presupuestario se incrementará, reduciendo el efecto expansivo del tipo de interés real y reforzando el efecto estabilizador del tipo de cambio real. Sin embargo, como puede comprobarse en el gráfico⁴⁵, la aplicación de esta política fiscal sólo reduce parcialmente la espiral inflacionista en el país 1.

Finalmente, con la nueva regla de política fiscal más activa, si la reacción de las autoridades a la subida de la inflación es suficiente y si este cambio en el saldo presupuestario tiene el impacto necesario sobre la renta, se podrá alcanzar de nuevo el equilibrio, porque el ajuste que se realiza a través del efecto de la política fiscal compensará la debilidad del mecanismo del tipo de cambio real.

5.2.2. Una perturbación de demanda restrictiva

Como en el caso anterior, partimos de una situación inicial de equilibrio y asumimos que el país 1 sufre una caída en la demanda que reduce su PIB, dando lugar a un *output gap* negativo⁴⁶. A diferencia

del primer ejemplo, por tanto, el país tiene una situación de demanda agregada insuficiente –como Alemania– y necesita una política económica expansiva para volver al equilibrio.

Sin embargo, el efecto del tipo de interés real es otra vez desestabilizador, porque la caída de la inflación provoca un tipo de interés real más alto. Esto se debe a que, aunque la tasa de inflación media de la Unión también se reducirá, lo hará en menor medida que en el país 1. Por tanto, el BCE reducirá el tipo de interés nominal, pero menos que lo que se reduce la tasa de inflación nacional. Y aunque el tipo de interés real podría compensar este primer efecto –la menor inflación del país 1 le permite ganar competitividad– no podemos estar seguros de que este efecto estabilizador sea suficientemente fuerte. Por eso, también exploramos la dinámica de la economía con cada una de las reglas de política fiscal que estamos considerando, y el gráfico n.º 7 muestra los tres posibles escenarios.

En primer lugar, el *output gap* negativo que se ha producido por la caída de la demanda da lugar a una expansión fiscal como consecuencia de la actuación de los estabilizadores automáticos. Pero si el gobierno quiere mantener el equilibrio presupuestario debe reducir los gastos públicos o subir los impuestos, eliminando este efecto estabilizador. Por tanto, la regla fiscal derivada de la antigua Ley de Estabilidad Presupuestaria española no contribuiría a resolver el problema y deprimiría aún más la demanda agregada.

Pero podemos ver también que la actuación de los estabilizadores automáticos por sí sola, como en el caso de la regla de política fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, no es suficiente para evitar la dinámica depresiva de la economía. En ausencia de una política fiscal discrecional expansiva, el efecto desestabilizador del

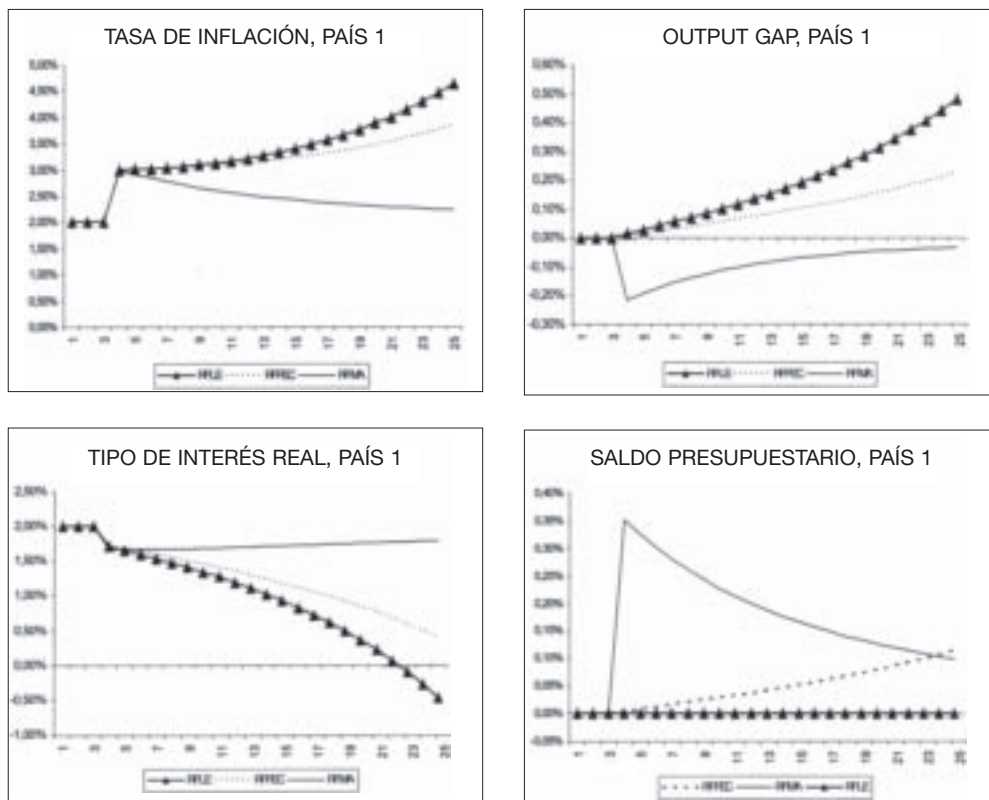
⁴⁴ Por supuesto, en este caso concreto el gobierno podría no aplicar esta política fiscal discrecional, permitiendo que los estabilizadores automáticos generen un superávit presupuestario. Si actuase de esta forma, estaríamos en el caso de la RFPEC.

⁴⁵ Este resultado se demuestra formalmente en Uxó and Arroyo (2007).

⁴⁶ Esta perturbación tiene una estructura autorregresiva, de forma que $y_{1,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{1,t} + \epsilon_{1,t+1}$

Gráfico n.º 6

Simulación de un *shock* de ofertas con reglas alternativas de política fiscal



Fuente: Elaboración propia

tipo de interés real seguirá siendo más fuerte y la economía tendrá un *output gap* negativo cada vez más alto.

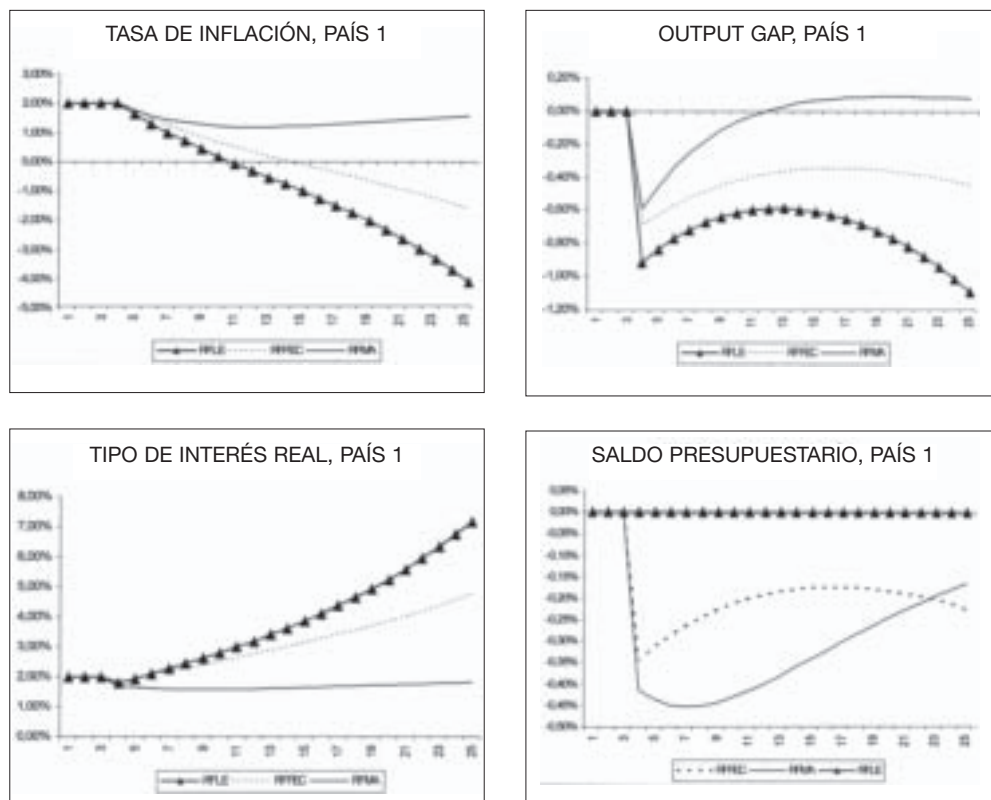
Por tanto, la economía necesita una política fiscal más activa y, de nuevo, la regla fiscal que hemos propuesto es capaz de estabilizar la economía. Como muestra el gráfico, con la nueva regla de política fiscal más activa las autoridades llevarán a cabo una política más expansiva, porque reaccionan tanto al *output gap* negativo como la inflación decreciente, y la economía volverá a su equilibrio inicial.

5.3. Reformas institucionales

En el apartado anterior hemos presentado una propuesta para la aplicación de la política fiscal que permitiría mejorar la capacidad de estabilización de las economías de la UEM. La regla activa de política fiscal mantendría estables las economías nacionales si una perturbación específica hace que se separen del equilibrio.

Ahora bien, al considerar la puesta en práctica de esta propuesta deberíamos tener en cuenta todos los objetivos que

Gráfico nº. 7

Simulación de una perturbación de demanda con reglas fiscales alternativas

Fuente: Elaboración propia

persiguen las autoridades cuando toman sus decisiones presupuestarias. De acuerdo con Favero y Monacelli (2003), estas decisiones persiguen fundamentalmente un objetivo a corto plazo (la estabilización cíclica de la economía, o componente «activo» de la política fiscal) y un objetivo a largo plazo (la sostenibilidad de las finanzas públicas, o componente «pasivo» de la política fiscal).

Esto es especialmente importante, porque una vez que se comprueba que la política fiscal es un instrumento eficaz para

controlar la demanda agregada, las principales críticas contra su utilización discrecional por parte del gobierno tienen que ver con argumentos como la desconfianza en la gestión política del presupuesto, los retardos temporales o el temor a que la falta de coordinación entre las políticas fiscales nacionales acabe dañando el objetivo de estabilidad de precios del BCE. En este sentido Blinder (2004) señala que «las principales objeciones para usar el gasto público como un instrumento anticíclico parecen ser más bien prácticas que teóricas».

Por tanto, para que sea operativa, cualquier propuesta que recoja una utilización más activa de la política fiscal debería acompañarse de las medidas necesarias para asegurar la compatibilidad entre estos dos objetivos. Es decir, que el uso del presupuesto para estabilizar la renta a corto plazo no ponga en peligro la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

De hecho, si las decisiones presupuestarias de las autoridades fiscales se ajustaran a esta función de reacción, podrían obtenerse los resultados deseados a corto plazo –estabilizar la renta y la inflación en un contexto en el que la política monetaria única no puede adaptarse a las circunstancias particulares de cada país– a la vez que se limita el problema de la acumulación de deuda a largo plazo. Pero con el fin de asegurar que, efectivamente, éste es el comportamiento seguido por las autoridades, la segunda parte de nuestra propuesta consistiría en adoptar las reformas institucionales necesarias. Por ejemplo, Wyplosz (2005) y Calmfors (2003) se han ocupado de esta cuestión, y coinciden básicamente en que una solución adecuada consistiría en adaptar al caso de la política fiscal algunas decisiones que ya se han tomado para la política monetaria.

Estos cambios institucionales podrían adoptar distintos grados, que irían desde una simple reforma del proceso de decisión de los presupuestos de gastos e ingresos, haciéndolo más transparente y definiendo mejor los objetivos que deben perseguir las autoridades, hasta la creación de un *independent fiscal policy council* para asesorar al gobierno o, incluso, en la versión más radical de estas reformas, la delegación de las decisiones de política fiscal para estabilizar la renta a corto plazo en un *independent fiscal policy comitee* similar a los bancos centrales independientes.

Una cuestión importante, subrayada por Wyplosz (2005), es que estos mecanismos institucionales permitirían un mayor grado de

flexibilidad para utilizar la política fiscal en la estabilización a corto plazo, a la vez que se garantiza la sostenibilidad a largo plazo, que las normas legales en las que se fijan límites al déficit y la deuda, como el PEC: «la necesidad de combinar disciplina fiscal a largo plazo con flexibilidad a corto plazo es un ejercicio con una dificultad inherente. La tendencia natural ha sido establecer límites en forma de techos cuantitativos o reglas. El problema de estos límites es que, para que sean efectivos, tienen que ser rígidos. (...) Pero unas autoridades fiscales competentes y dedicadas son más eficaces que reglas cuantitativas para juzgar correctamente y desarrollar una adecuada combinación de rigidez y flexibilidad. Para ello, sin embargo, deben evitarse las tentaciones y las presiones que forman parte de la vida política. Este es el enfoque que se ha adoptado en la política monetaria y que puede y debería aplicarse también a la política fiscal».

6. CONCLUSIONES

La creación de la UEM ha dado lugar a la definición de un nuevo marco de política económica que se caracteriza por la centralización de la política monetaria y el mantenimiento de otras políticas económicas bajo la autoridad nacional. Esto ha dado lugar a algunos problemas, uno de los cuales es garantizar suficiente capacidad de estabilización en aquellas economías que sufren perturbaciones específicas.

En este contexto, parece que la política fiscal debería tener suficiente margen de maniobra para abordar aquellas situaciones en las que la política monetaria no puede ser la respuesta apropiada. En el apartado 3 hemos visto que este tipo de situaciones ya se han producido desde la creación de la UEM, como se refleja en el cálculo de los índices de tensión monetaria para España y Alemania.

Es cierto que el PEC no descarta por completo esta actuación anticíclica de las

políticas fiscales nacionales, pero la reserva principalmente a los estabilizadores automáticos. La evidencia empírica que hemos resumido, sin embargo, parece mostrar que la capacidad estabilizadora de este mecanismo, aunque significativa, no es igual para todos los países de la UEM y depende del tipo de perturbación que se produzca. Y una dificultad añadida es que los gobiernos tienen una posibilidad limitada de actuación a corto plazo para reforzar la eficacia de estos estabilizadores. Más aún, las reformas estructurales que se están llevando a cabo en los últimos años en Europa pueden incluso reducir su eficacia.

También hemos mostrado que la gran mayoría de la evidencia empírica no permite rechazar el uso de la política fiscal por razones teóricas: el valor estimado de los multiplicadores muestra claramente que la política fiscal sí es un instrumento eficaz para influir en el nivel de renta a corto plazo.

La principal conclusión de nuestro análisis es, por tanto, que los gobiernos deberían implementar políticas fiscales más activas para complementar la actuación de los estabilizadores automáticos. De hecho, los gobiernos europeos aplicaron políticas expansivas para contrarrestar la desaceleración que se inició en 2001, incluso en contra de lo previsto en el PEC. Y casi el 40% del incremento del déficit público observado en estos años fue el resultado de cambios en el saldo primario ajustado cíclicamente, reflejando la orientación del componente puramente discrecional de la política fiscal.

Esta contradicción entre las políticas fiscales aplicadas de facto por los países europeos y las limitaciones impuestas por el PEC se encuentran en el origen de la reforma del pacto aprobada en marzo de 2005. Entre otras cuestiones, esta reforma supone la introducción de mayores dosis de flexibilidad para la aplicación de las políticas presupuestarias por parte de los gobiernos nacionales. Por ejemplo, cada estado presentará su propio objetivo pre-

supuestario a largo plazo y la trayectoria de ajuste para cumplirlo, y, sobre todo, se ha aprobado una definición más amplia del concepto de recesión económica grave y de otros factores excepcionales que justifiquen la aparición de déficits excesivos sin que sean sancionados (por ejemplo, situación cíclica de la economía, sostenibilidad de la deuda pública o aplicación de reformas estructurales relacionadas con la Estrategia de Lisboa). En nuestra opinión, esta reforma se orienta en la misma dirección que las propuestas contenidas en este artículo. Y también creemos que la reforma de la Ley de Estabilidad Presupuestaria ha sido acertada.

Sin embargo, los países de la UEM necesitan una regla de política fiscal aún más activa, como hemos visto en el apartado 5, donde hemos simulado la dinámica que seguiría una economía que experimentase una perturbación específica. Si el efecto estabilizador derivado del tipo de cambio real no es más fuerte que el efecto desestabilizador del derivado del tipo de interés real, la única regla fiscal capaz de mantener la estabilidad de las economías nacionales en la UEM es aquella en la que las autoridades reaccionan tanto al *output gap* como a la tasa de inflación.

Finalmente, hemos visto que el rechazo a esta utilización de la política fiscal sólo puede explicarse en relación con algunos argumentos de orden práctico. Sin embargo, incluso teniendo en cuenta estas dificultades ya conocidas asociadas con la aplicación de políticas fiscales discrecionales anticíclicas, parece demasiado arriesgado abandonar a priori estas políticas como unos de los posibles instrumentos para estabilizar las economías de la UEM. En su lugar, la recomendación de política económica que se desprende de este artículo es diseñar mecanismos institucionales que garanticen la aplicación adecuada de cada política fiscal nacional en vez de suprimirlas de hecho.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AARLE, B. VAN, GARRETSEN, H. y HUART, F. (2004): «Monetary and Fiscal Policy Rules in the EMU», *German Economic Review*, 5 (4).
- ARESTIS, P. y SAWYER, M. (2003): «Reinventing Fiscal Policy», *The Levy Economics Institute Working Papers*, 381.
- BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1993): «Shocking aspects of European monetary integration», en TORRES, F. y GAVIAZZI, F. (eds), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- BLINDER, A. (2004): «The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy», *CEPS Working Papers*, 100, Junio.
- BRUNILA, A., BUTI, M. y IN'T VELT, J. (2002): «Fiscal Policy in Europe: how effective are automatic stabilisers?», *Economic Papers*, European Commission, 177.
- BURNSIDE, C., EICHENBAUM, M. y FISHER, J.D.M. (1999): «Assessing the Effects of Fiscal Shocks», *NBER Working Papers*, 7459.
- BUTI, M. y MARTÍNEZ MONGAY (2005): «Country Study: Spain in EMU: a virtuous longlasting cycle?», *Occasional Papers*, European Commission, 14.
- BUTI, M. y VAN DEN NOORD, P. (2003): «What is the impact of tax and welfare reforms on fiscal stabilisers? A simple model and an application to EMU», European Commission, *Economic Papers*, 187.
- (2004): «Fiscal policy in EMU: rules, discretion and political incentives», European Commission, *Economic Papers*, 206.
- CALMFORS, L. (2002): «Fiscal Policy as a Stabilisation Policy Tool in the EMU», *EPRU-Network Conference*, 22 May.
- (2003): «Fiscal Policy to Stabilise the Domestic Economy in the EMU: What Can We Learn from Monetary Policy?», *CESIFO Economic Studies*, vol. 49, 3.
- CARLIN, W. y SOSKICE, D. (2006): *Macroeconomics. Imperfections, Institutions and Policies*, OUP, Oxford.
- DOMÉNECH, R. (2004): *Las reformas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de la Ley de Estabilidad Presupuestaria: una coordinación necesaria*, Instituto de Estudios Fiscales, 28 de octubre.
- DOMÉNECH, R., LEDO, M. y TAGUAS, D. (2002): «Some new results on interest rate rules in EMU and in the US», *Journal of Economics and Business*, vol. 54, 4.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2001): «Issues related to monetary policy rules», *Monthly Bulletin*, Octubre.
- (2004a): «The natural real interest rate in the euro area», *Monthly Bulletin*, Mayo.
- (2004b): «Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices», *Monthly Bulletin*, Abril.
- (2005): «Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area», *Monthly Bulletin*, Mayo.
- EUROPEAN COMMISSION (2001): *Public Finances in EMU – 2001*.
- (2002): *Public Finances in EMU – 2002*.
- (2003): *Public Finances in EMU – 2003*.
- (2006a): *Public Finances in EMU – 2006*.
- (2006b): *Macroeconomic Forecasts*, Spring.
- EUROPEAN COUNCIL (2005): «Mejoras en la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Conclusiones de la Presidencia*, Anexo II, 22 y 23 de Marzo.
- FATÁS, A. y MIHOV, I. (2000): «The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence», *INSEAD Working Papers*.
- (2002): «The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion», *CEPR Discussion Papers*, 3277.
- FAVERO, C. y MONACELLI, T. (2003): «Monetary-Fiscal mix and inflation performance: evidence from the U.S.», *IGIER Working Papers*, 234, Abril.
- FERNÁNDEZ LLERA, R. (2005): «Estabilidad Presupuestaria y autonomía financiera: ¿disyuntiva o conjunción necesaria?», *Seminarios de Economía Pública*, Instituto de Estudios Fiscales.
- GALÍ, J. (1998): «La política monetaria europea y sus posibles repercusiones sobre la economía española», seminario sobre *El euro y sus repercusiones sobre la economía española*, Fundación BBV.
- GALÍ, J. y PEROTTI, R. (2003): «Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe», *NBER Working Papers*, 9773.
- GARCÍA SERRADOR, A., MÍNGUEZ, R., ARROYO, M^a J. y UXÓ, J. (2005): «Estimation of a fiscal rule for EMU countries (1984-2003)», *Second International Conference, Developments in Economic Theory and Policy*, Cambridge University y Universidad del País Vasco, Bilbao.
- GERDESMEIER, D. y ROFFIA, B. (2003): «Empirical estimates of reaction function for the euro area», *ECB Working Papers*, 206.
- GOBIERNO ESPAÑOL (2005): *National Reforms Program*, disponible en <http://www.lamoncloa.es/PROGRAMAS/PNR/default.htm?idioma=es-ES>
- HAYO, B. (2006): «Is European Monetary Policy Appropriate for EMU Member Countries? A Counterfactual Analysis», *Marburg Papers on Economics*, 10-2006.
- HEMMING, R., KELL, M. y MAHFOUZ, S. (2002): «The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature», *IMF Working Papers*, 02208.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2004): «Has Fiscal Behavior Changed under the European Economic and Monetary Union?», *World Economic Outlook*, Septiembre, 103-124.
- (2006): *Spain, Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*.
- KOK, W. (2004): *Facing the challenge – The Lisbon strategy for growth and employment*, informe del Grupo de Alto Nivel presidido por Wim Kok, disponible en http://europa.eu.int/growthandjobs/pdf/kok_report_en.pdf
- LÓPEZ-SALIDO, J. D., RESTOY, F. y VALLÉS, J. (2005): «Inflation differentials: the Spanish case», *Bank of Spain Working Papers*, 0514.
- MONGELLI, F.P. (2002): «New views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU telling us?», *ECB Working Papers*, 138.
- PEROTTI, R. (2002): «Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries», *ECB Working Papers*, 168.
- SEBASTIÁN, M., GONZÁLEZ CALBET, L. y PÉREZ QUIRÓS, G. (2004): «Estabilidad presupuestaria, equidad intergeneracional y solidaridad internacional», *Hacienda Pública*, Monografía 2004.
- SEIDMAN, L.S. (2003): *Automatic Fiscal Policies to Combat Recessions*, M.E. Sharpe, New York.
- TAYLOR, J. (1993): «Discretion versus Policy Rules in Practice», *Cranegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.
- (1995): *Macroeconomic Policy in a World Economy*, W.W. Norton, New York y London.
- (2000): *Reassessing Discretionary Fiscal Policy*, Stanford University, disponible en <http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Reassessing+Revised.pdf>
- UXÓ, J. y ARROYO, M.J. (2007): «Alternative Fiscal Policy Rules and the Stabilization Problem in EMU. Theory and simulations», en ARESTIS, P. (ed.): *Advances in Monetary Policy and Macroeconomics*, McMillan.
- WYPLOSZ, CH. (2005): «Fiscal Policy: Institutions versus Rules», *National Institute Economic Review*, 191, Enero.

APÉNDICE 1: ECUACIONES DEL MODELO:

El modelo de la Unión Monetaria que hemos simulado en este artículo está formado por las siguientes ecuaciones:⁴⁷

$\dot{P}_1 = \dot{P}_{1,t-1} + \alpha OG1_{t-1} + z1_t$	(1)	$r2_t = iU_t - \dot{P}2_t$	(7)
$OG1_t = -c(\dot{P}_1 - \bar{r}) - d \dot{RE}_t - e S1_t + g1_t$	(2)	$S2_t = SAJ2^{int} + \alpha_1 OG2_t$	(8a)
$r1_t = iU_t - \dot{P}_1$	(3)	$SAJ2_t = -\alpha_2 OG2_t$	(8b)
$S1_t = SAJ1^{int} + \alpha_1 OG1_t$	(4a)	$S2_t = SAJ2^{int} + (\alpha_1 + \alpha_2) OG2_t + \alpha_1 (\dot{P}2_t - \dot{P}2^{int})$	(8c)
$SAJ1_t = -\alpha_1 OG1_t$	(4b)	$RE_t = \frac{P1_t}{P2_t}$	(9)
$S1_t = SAJ1^{int} + (\alpha_1 + \alpha_2) OG1_t + \alpha_2 (\dot{P}_1 - \dot{P}1^{int})$	(4c)	$\dot{P}U_t = 0.5 \dot{P}_1 + 0.5 \dot{P}2_t$	(10)
$\dot{P}2_t = \dot{P}2_{t-1} + \alpha OG2_{t-1} + z2_t$	(5)	$OGU_t = 0.5 OG1_t + 0.5 OG2_t$	(11)
$OG2_t = -c(\dot{P}2_t - \bar{r}) + d \dot{RE}_t - e S2_t + g2_t$	(6)	$iU_t = \bar{r} + \dot{P}U_t + \beta_1 (\dot{P}U_t - \dot{P}^{int}) + \beta_2 OGU_t$	(12)

Los números 1 y 2 representan las dos economías que hemos considerado y la letra U se refiere al conjunto de la Unión Monetaria. Todos los parámetros son positivos y, para simplificar, suponemos que su valor es idéntico en ambos países. Las dos economías tienen el mismo tamaño.

Las ecuaciones (1) a (4c) recogen el comportamiento de la economía número 1 y las ecuaciones (5) a (8c) el de la economía número 2.

Las ecuaciones (1) y (5) muestran el cambio de la tasa de inflación durante el periodo t en cada una de las dos economías. Las ecuaciones (2) y (6) representan una ecuación IS para cada una de ellas. Las ecuaciones (3) y (7) determinan el tipo de interés real como la diferencia entre el tipo de interés nominal –fijado por el BCE para los dos países– y la tasa de inflación nacional. Finalmente, las ecuaciones (4a) a (4c) son las tres reglas alternativas de política fiscal que hemos descrito en el apartado 5 del texto para el país 1, y las ecuaciones (8a) a (8c) para el país 2.

La ecuación (9) es la definición del tipo de cambio real y las ecuaciones (10) y (11) determinan la tasa de inflación y el *output gap* de la Unión Monetaria como la media de ambas economías. La última ecuación es la Regla de Taylor, aplicada por el BCE.

El significado de las variables es el siguiente:

VARIABLE	SIGNIFICADO
$\dot{P}$	Tasa de inflación
θG	Output gap
z	Perturbación de oferta
r	Tipo de interés real
$\bar{r}$	Tipo de interés real neutral
RE	Tipo de cambio real
S	Saldo presupuestario
g	Perturbación de demanda
i	Tipo de interés nominal
SAJ	Saldo presupuestario ajustado cíclicamente

⁴⁷ Ver Uxó y Arroyo (2007) para más detalles.

APÉNDICE 2: VALORES DE LOS PARÁMETROS:

Para ilustrar mejor nuestros argumentos, en el apartado 5 hemos simulado la trayectoria dinámica de las principales variables del modelo, partiendo de una situación inicial de equilibrio. En dicha simulación hemos utilizado los parámetros que se recogen en la siguiente cuadro. Para justificar brevemente los valores que hemos dado a los parámetros del modelo y las consecuencias que tendría para nuestro análisis un cambio en estos valores conviene separarlos en tres grupos:

Parámetros de la regla de política monetaria.- Aquí incluimos en primer lugar la modificación del tipo de interés nominal que lleva a cabo el banco central cuando la inflación se desvía del objetivo (β_1) y cuando la renta es distinta al potencial (β_2). En ambos casos hemos dado a estos parámetros el valor propuesto originalmente en Taylor (1993). Un cambio en estos parámetros, al menos dentro de un intervalo razonable, no modificaría los resultados dinámicos de este artículo, aunque sí influiría en la rapidez con que cada economía alcanza el equilibrio. También hemos dado al tipo de interés de equilibrio el mismo valor que Taylor, un 2%, y el objetivo de inflación lo establecemos en el 2%.

Parámetros de la regla de política fiscal.- Aquí incluimos, como antes, la reacción de las autoridades fiscales cuando la inflación se desvía del objetivo (α_3) y cuando la renta es distinta al potencial (α_1 y α_2). En este caso hemos supuesto reacciones moderadas de las autoridades, en proporción similar a las de la regla monetaria. Un cambio en estos parámetros, al menos dentro de un intervalo razonable, no modificaría tampoco los resultados del artículo, aunque sí influiría también en la rapidez con que cada economía alcanza el equilibrio.

Parámetros que miden el efecto sobre la renta de los mecanismos estabilizadores.- Se trata del parámetro c , que mide la respuesta de la renta ante un cambio en el tipo de interés real, y del parámetro d , que mide la respuesta de la renta ante modificaciones del tipo de cambio real. Su valor relativo es especialmente importante, ya que como hemos visto determina si las economías vuelven o no al equilibrio después de una perturbación.

Respecto a los valores concretos elegidos, nos hemos basado en la calibración que hacen Galí (1998) y Aarle, Garretsen y Huart (2004) de modelos con ecuaciones muy similares a las nuestras. Según estos trabajos, ambos parámetros tomarán valores por debajo de la unidad, y un valor razonable para c puede ser el de 0,4. No obstante, insistimos, si este valor cambiara, lo relevante sería conocer su valor en relación con el parámetro d . Nosotros hemos simulado el caso en que d es inferior al valor necesario para estabilizar la economía.

Otros parámetros estructurales.- El último parámetro que queda por analizar es el que mide la aceleración que se produce en la inflación cuando la renta se separa del potencial. Al igual que en el caso anterior nos hemos basado en los trabajos de Galí (1998) y Aarle, Garretsen y Huart (2004) y le hemos dado un valor de 0,4. Si este parámetro cambiase de valor no se modificaría cualitativamente la

dinámica que hemos analizado (en particular, las condiciones de estabilidad del modelo serían las mismas) pero sí cuantitativamente, en el sentido de que cambiaría la velocidad con que se alcanza, en su caso, el equilibrio. Pero como este cambio sería homogéneo con todas las reglas simuladas, se mantendrían las conclusiones generales de nuestro trabajo.

Cuadro n.º 1

Valores de los parámetros

PARÁMETRO	VALORES DE LAS SIMULACIONES
a (respuesta de la inflación al <i>output gap</i>)	0,4
c (respuesta del <i>output gap</i> al tipo de interés real)	0,4
d (respuesta del <i>output gap</i> al tipo de cambio real)	0,1
e (respuesta del <i>output gap</i> al saldo presupuestario)	0,7
$\alpha 1$ (estabilizadores automáticos)	0,5
$\alpha 2$ (reacción discrecional de la política fiscal al OG)	0,2
$\alpha 3$ (reacción discrecional de la política fiscal a la inflación)	0,5
$\beta 1$ (reacción del tipo de interés nominal a la inflación)	0,5
$\beta 2$ (reacción del tipo de interés nominal al <i>output gap</i>)	0,5
Tipo de interés real neutral	2%
Tasa de inflación objetivo	2%

Fuente: Elaboración propia

AUTORES

APRAIZ LARRAGÁN, Amaia. Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Deusto. Profesora del Departamento de Gestión de la Universidad Comercial de Deusto y Coordinadora del Módulo de Herramientas Microinformáticas en el programa de Licenciatura en la misma Facultad. En la actualidad reparte su dedicación entre la docencia y la gestión, concretamente en las tareas de diseño y mantenimiento de los sistemas informáticos de la Facultad. Autora de diversos libros y artículos relacionados con su campo de especialidad, colabora habitualmente con el equipo de investigación adscrito al Departamento de Finanzas y Métodos Cuantitativos.

ARÉVALO TOMÉ, Raquel. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Salamanca (1991), Master en Economía de la Empresa y del Trabajo en la Universidad Carlos III de Madrid (1994), y doctora en Ciencias Económicas en el área de Economía Cuantitativa por la Universidad Complutense de Madrid (2001). Ha sido profesora ayudante y asociada en la Universidad Carlos III de Madrid y profesora visitante en la Universidad de Vigo donde actualmente es profesora Contratado Doctor desde 2006. Su tesis doctoral «El mercado de la vivienda en España» ha marcado su principal línea de investigación que se enmarca en el campo empírico con una orientación microeconometría. Ha participado en numerosos congresos y proyectos de investigación, dando origen a varias publicaciones de reconocido prestigio en el ámbito científico a nivel nacional e internacional. Fue invitada por la EUROPEAN COMMISSION EUROSTAT para participar en las jornadas organizadas sobre el tratamiento de la vivienda en el índice de precios al consumo celebradas en Luxemburgo (2005). Su colaboración en este tema dio como resultado la elaboración de dos documentos de trabajo publicados por EUROSTAT.

ARROYO FERNÁNDEZ, María Jesús. Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Alcalá (Madrid). Profesora Agregada de Economía Aplicada de la Universidad CEU San Pablo. Imparte en la actualidad las asignaturas de Política Económica y Economía Aplicada. Sus principales líneas de investigación se refieren a las políticas monetarias y fiscales aplicadas en la UEM, reglas activistas de política fiscal y políticas de regulación y liberalización. Es autora de numerosas publicaciones en revistas científicas y libros sobre política económica y macroeconomía.

BALIÑA VIEITES, M^a Sara. Licenciada en Economía por la Universidad de A Coruña (2001-06). Premio extraordinario fin de carrera por la Universidad de A Coruña y por la Comunidad Autónoma de Galicia y mención especial en el Premio Nacional de Terminación de Estudios Universitarios. Máster en Banca y Finanzas (2006-07) por la Escuela de Finanzas Aplicadas (EFA), Grupo AFI. Analista de mercados y economía española en Analistas Financieros Internacionales (departamento de Análisis Económico y de Mercados) desde 2007. Publicaciones diversas en revistas y libros del Grupo AFI, abordando temas vinculados al comportamiento de los mercados financieros, el sistema bancario y la macroeconomía en general.

BELA KINDELÁN, Jorge. Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid, M. A. en Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Florida, y MBA del IUP - Universidad Carlos III de Madrid. Completó los cursos de doctorado en Ciencias Políticas y Administración Pública en Rockefeller College (State University of New York), universidad en la que trabajó durante cinco años, integrado en el Centro para el Desarrollo Legislativo. Ha trabajado en proyectos de desarrollo internacional en África Occidental y América Latina, principalmente en el área de fortalecimiento institucional e implantación de nuevas tecnologías en las instituciones políticas de las democracias emergentes. Durante dos años fue investigador del Instituto de Relaciones Europeo Latinoamericanas (IRELA), en Madrid, centrando su trabajo en los procesos de integración regional; cooperación económica y al desarrollo; y relaciones institucionales. En 1997 se incorporó al Grupo Prisa, en la unidad entonces creada para canalizar todos los desarrollos de Internet del mayor grupo de comunicación de España. A lo largo de los siguientes años participó en el lanzamiento de proyectos que incluyeron dos diarios nacionales líderes en su sector, CincoDías.com y El País.es, y un portal, Inicia. También realizó la conceptualización del servicio web de la plataforma de distribución de contenidos educativos de primaria y secundaria por Internet de la editorial Santillana. En 2004 se incorporó al Grupo Analistas como responsable de productos de Internet de TIF, la empresa del grupo especializada en el desarrollo de soluciones y herramientas informáticas basadas en las nuevas tecnologías. Ha participado en proyectos de sindicación de contenidos financieros, desarrollo y hosting de servicios *on line* y herramientas de cálculo financiero fiscal.

BUENAVENTURA CANINO, Rodrigo. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Desarrolló su carrera en Analistas Financieros Internacionales (AFI) entre 1993 y 2004. Fue socio de AFI, Director de Asesoramiento Financiero, Consejero Delegado de Consultores de Administraciones Públicas (CAP) y Director de la Escuela de Gestión Pública y de la revista Análisis Local. En 2005 es nombrado Director de Relaciones Internacionales de la CNMV y en marzo de 2007, Director de Mercados Secundarios de la CNMV. Ha participado en varios grupos internacionales para el desarrollo de estándares y cooperación sobre supervisión del mercado de valores. Más de 25 publicaciones en revistas especializadas sobre mercados de valores, política monetaria, finanzas públicas y corporate finance. Coautor de media docena de obras colectivas sobre sistema financiero español.

CASILDA BÉJAR, Ramón. Economista y master en administración y dirección de empresas por ICADE, Universidad de Comillas. Diplomado en planificación y administra-

ción de empresas por la Universidad Politécnica de Madrid y en sociología política por el Instituto de Estudios Políticos y Constitucionales de Madrid. Profesionalmente se desempeña como asesor y consejero internacional de importantes empresas multinacionales en América Latina. Consultor de banca e industria para América Latina del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Ha sido director del Centro de Promoción de Inversiones para América Latina de la CEOE, y de Promoción, Comunicación y Estudios de Soluziona. Profesor de la Escuela Diplomática, del Master de América Latina Contemporánea de la Universidad de Alcalá y el Instituto Universitario Ortega y Gasset y del Programa de Liderazgo para la Gestión Pública del IESE, Universidad de Navarra. Autor de diferentes estudios y trabajos, entre sus publicaciones destacan sus libros *Análisis y evolución de la banca española* (Pirámide, 1997); *La banca y los mercados financieros* (Alianza Editorial, 1999); *La década dorada. Economía e inversiones españolas en América Latina 1990-2000* (Universidad de Alcalá, 2002); *Inversiones españolas en América Latina: riesgos y oportunidades* (BID, 2005). Es Presidente del Consejo Editorial de la revista *Ejecutivos*. Pertenece a las juntas directivas de la Confederación Española de Directivos y Ejecutivos (CEDE), donde es presidente de la Comisión de Relaciones con Iberoamérica y de la Asociación Española de Ejecutivos de Finanzas (AEEF).

CORREA VÁZQUEZ, Eugenia. Doctora en Economía y Profesora en el Posgrado de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México. Su actividad investigadora se centra en las áreas del desarrollo económico, las finanzas internacionales y las economías latinoamericanas y mexicana. Es autora de numerosos trabajos sobre estas materias publicados en revistas científicas y en forma de libros y capítulos de libro.

ESPÍN GUTIÉRREZ, Cristóbal. Profesor Titular de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid. Licenciado en Derecho por Deusto y en Ciencias Empresariales por ICADE. Doctor en Derecho por la U.C.M.. Ha cursado varios masters en el Instituto de Empresa. Inició su actividad profesional en Arthur Andersen & Co. S.C. Posteriormente se incorporó al Departamento de Auditoría interna del Banco Vizcaya. Entre 1980-1989 dirigió la entidad aseguradora Dapa, Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. A su vez, ha practicado el libre ejercicio de la abogacía. Ha sido Vocal del Consejo Directivo de Unespa, miembro de la Comisión Gestora para el fomento y desarrollo del Seguro del Automóvil y Vocal de la Junta Directiva de CEPYME. Entre sus publicaciones destaca *La operación de reducción y aumento del capital simultáneos en la sociedad anónima* y diversos artículos en relación con el derecho societario, con el mercado de valores y con la actividad aseguradora.

FERNÁNDEZ SERRANO, José. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Sevilla, su carrera profesional comenzó en 1999 compaginando una beca en el Instituto de Estadística de Andalucía con la docencia como profesor asociado. Actualmente, es profesor colaborador del área de Estructura Económica en el Departamento de Economía Aplicada I y miembro del grupo de investigación «Las Pymes y el desarrollo Económico». En su seno, ha participado en diversas publicaciones en revistas nacionales donde se analiza el papel de las empresas y empresarios en el crecimiento y desarrollo económico. Igualmente, ha intervenido en la publicación de varios libros y capítulos de libro de editoriales nacionales. Ha participado en diversos proyectos de investigación financiados, entre

otros, por la Junta de Andalucía o el Ayuntamiento de Sevilla. En el año 2007 fue nombrado Secretario Técnico de la Sociedad de Economía Mundial (SEM), participando activamente en la preparación de los congresos anuales (Reuniones de Economía Mundial) que elabora dicha sociedad por múltiples universidades españolas.

FERREIRO APARICIO, Jesús. Profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea. Licenciado y doctor en Economía por la Universidad del País Vasco. Su actividad investigadora se centra en las áreas de la inversión extranjera directa, la política macroeconómica y el mercado de trabajo, actividad plasmada en la publicación de artículos en revistas científicas de prestigio nacionales e internacionales y en la publicación de libros y capítulos de libro en editoriales españolas y extranjeras.

GARCÍA MORA, Alfonso. Doctor en Economía por la Universidad Autónoma Madrid, Master en Economía por Boston University y en Finanzas por la Universidad de Lovaina, siendo becario de la Fundación Ramón Areces. Es socio de AFI donde ha desempeñado diferentes tareas en los departamentos de Análisis, Consultoría Bancaria y Área Internacional. En la actualidad es Director General de Analistas Financieros Internacionales (AFI). Es director de la revista Análisis Financiero Internacional, y ha publicado más de veinticinco artículos en revistas especializadas y libros colectivos, sobre el sistema financiero español e internacional. Es profesor de la Escuela de Finanzas Aplicadas, y director del Master en Banca y Finanzas.

GÓMEZ VEGA, Carmen. Profesora Asociada de Economía Aplicada en la Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea. Licenciada y Doctora en Economía por la Universidad del País Vasco. Su actividad investigadora se centra en las áreas de la inversión extranjera directa y el mercado de trabajo, actividad plasmada en la publicación de artículos en revistas científicas de prestigio nacionales e internacionales y en la publicación de capítulos de libro en editoriales españolas y extranjeras.

GÓMEZ-BEZARES PASCUAL, Fernando. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales. Catedrático y Director del Departamento de Finanzas de la Universidad de Deusto, ha sido también Decano de su Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales en Bilbao, Vicerrector y Presidente de la Comisión de Doctorado de dicha Universidad, además de Director de varios postgrados. Es Profesor Invitado de diferentes universidades en Europa y América, habiendo sido nombrado Profesor Honorario de la Universidad del Salvador de Buenos Aires. Autor de 21 libros y más de cien artículos sobre temas de su especialidad, Codirector del Boletín de Estudios Económicos y Director de la Biblioteca de Gestión DDB, fue cofundador y primer Presidente de la Asociación Española de Finanzas. Fuera de la universidad ha colaborado con diferentes empresas e instituciones, mereciendo destacarse que es miembro del Consejo de Administración de BBVA Gestión.

HERRARTE SÁNCHEZ, Ainhoa. Doctora en Economía por la Universidad Autónoma de Madrid (2003). Desde el año 2000 es profesora del Departamento de Análisis Económico: Teoría Económica e Historia Económica de la Universidad Autónoma de Madrid. Su principal área de interés es la economía laboral aplicada, habiendo publicado diversos artícu-

los en revistas especializadas nacionales e internacionales sobre evaluación de políticas activas de empleo, inmigración y economía de la familia. Es miembro del grupo de investigación en Economía Laboral y Educación de la Universidad Autónoma de Madrid habiendo participado en múltiples estudios y proyectos sobre el mercado laboral español y europeo financiados por instituciones como la Comisión Europea, el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y la Comunidad de Madrid.

HERVÁS ORTEGA, Gloria. Licenciada en Derecho y Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE, E-3). Master en Banca y Finanzas por la Escuela de Finanzas Aplicadas (Grupo Analistas). Trabaja como consultor senior en el departamento de Análisis y Consultoría Bancaria donde participa en el análisis y seguimiento del sector bancario, análisis de entidades para su estudio en Comités de Activos y Pasivos y participa en la realización de Planes Estratégicos. Compatibiliza su actividad como profesora de la Escuela de Finanzas Aplicadas impartiendo clase a diferentes Másters y cursos.

KREGEL, Jan. Ejerce desde 2006 como profesor de Finanzas y Desarrollo en la Universidad de Tecnología de Tallin (Estonia). Es asesor permanente en la UNCTAD. Es profesor adjunto en la Universidad Johns Hopkins en EE.UU. Asimismo es profesor visitante en la Universidad de Missouri-Kansas City. Fue jefe de análisis político y en la sección financiera para el departamento de asuntos económicos y sociales en las Naciones Unidas. Previamente, hasta 2004, fue economista jefe en finanzas internacionales y macroeconómicos en la oficina de enlace de Nueva York de la conferencia de Naciones Unidas sobre comercio y desarrollo (CNUCD). En el período 1970-75 trabajó en el estudio de síntesis, integración y delineación de una metodología del paradigma keynesiano. A partir de mediados de los años setenta hasta finales de los 80 trabajó en el análisis de la toma de decisión bajo incertidumbre, en la formación de precios del mercado inmobiliario y en el análisis de los trabajos de Keynes de la teoría general.

LARREINA DÍAZ, Mikel. Doctor en Administración de Empresas por la Universidad de Deusto, licenciado en Administración de Empresas por La Comercial –Universidad de Deusto y licenciado en Derecho por la UNED. Profesor del Departamento de Finanzas de La Comercial-Universidad de Deusto, ha sido profesor visitante en la Universidad Centroamericana (UCA, de El Salvador), y en las de St. Andrews (Escocia) y Linz (Austria). Es miembro de SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières). Entre otros temas ha trabajado en la estructura de la industria de servicios financieros, especialmente en lo relativo a centros financieros periféricos.

MADARIAGA IBARRA, José Antonio. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Deusto y profesor titular del Departamento de Finanzas y Métodos Cuantitativos de la Universidad Comercial de Deusto. Su actividad investigadora se centra en la contrastación de modelos de valoración en bolsa y en el campo de la economía regional. Es autor y coautor de varios libros, artículos, ponencias y comunicaciones sobre temas financieros. Así mismo es Director del Departamento de Estudios de Caja Laboral Popular – Euskadiko Kutxa.

MARTÍN ENRÍQUEZ, Álvaro. Ingeniero de Telecomunicación por la Universidad Politécnica de Madrid, en la actualidad trabaja como consultor especializado en el área de TIC, Innovación y Banca en Analistas Financieros Internacionales. Además, realiza estudios de doctorado en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED. Anteriormente trabajó durante dos años, tras una estancia en el Institut National Polytechnique de Grenoble (Francia), como investigador de la Cátedra COIT-UPM en regulación y políticas públicas de telecomunicaciones, donde realizó diversos trabajos de consultoría y análisis de la Sociedad de la Información, incluyendo la participación en el Grupo de Regulación de las Telecomunicaciones (GRETEL).

MEDINA MORAL, Eva. Doctora en Economía por la Universidad Autónoma de Madrid. Máster en Economía Internacional en el Instituto Carlos V de la Universidad Autónoma de Madrid. Profesora, desde el año 2000, en el Departamento de Economía Aplicada de la Facultad de CC EE y EE de la Universidad Autónoma de Madrid. Desde el año 1998 participa como investigadora principal en el Instituto L.R. Klein de la UAM, centrando su línea de investigación en el análisis de la economía del área latinoamericana y en los procesos de inmigración internacional. Ha participado en distintos proyectos de investigación financiados entre otros por la Consejería de Economía e Innovación Tecnológica de la Comunidad de Madrid, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, el Ministerio de Ciencia y Tecnología y el Fondo Social Europeo. Como resultado de estas investigaciones ha publicado diversos artículos en revistas académicas especializadas y ha participado en diversos congresos y jornadas tanto de carácter nacional como internacional. En la actualidad es la Coordinadora Técnica del Centro de Estudios Latinoamericanos (CESLA) y de la Red Universitaria ECONOLATIN – Observatorio On-Line de Economía Latinoamericana.

MONEVA ABADÍA, José Mariano. Profesor Titular de la Universidad de Zaragoza y Vicedecano de la Facultad de CC Económicas y Empresariales, ha publicado numerosos artículos nacionales e internacionales en el campo de la contabilidad social y medioambiental, e información sobre responsabilidad social corporativa. Asimismo dirige el proyecto de investigación SIRCARSO financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia, habiendo participado en otros proyectos competitivos. Actualmente es Coordinador de la Comisión de Responsabilidad Social Corporativa de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), Representante español en el Sustainability Working Party de la Federación Europea de Auditores (FEE) y Coordinador del grupo de trabajo sobre sostenibilidad del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España (ICJCE). Asimismo dirige la Comisión Técnica que evalúa los Premios a la Mejor Información de Sostenibilidad organizado por AECA-ICJCE y de los European Sustainability Reporting Awards (ESRA).

MORENO ESPEJO, Antonio. Licenciado en Ciencias Económicas por la UCM en la rama de Economía Monetaria. Empezó su carrera profesional como Técnico de Inspección del Banco de España. En 1989 ingresa en la CNMV como técnico de la División de Sujetos del Mercado. En 1997 es nombrado subdirector de la División de Fomento y un año más tarde se incorpora a la División de Mercados Primarios. En 2000 es nombrado Director de Área de la Dirección de Entidades. Desde enero de 2002 es Director de la Dirección de Autorización y Registros de Entidades. En el ámbito internacional ha sido miembro de la

representación española en la Directiva de Adecuación de Capital, Miembro del Grupo de expertos en intermediarios Financieros del Comité de Reguladores Europeos y de otros grupos, especialmente relacionados con las normas de conducta, así como asistente de varias comisiones latinoamericanas. Representante de la CNMV en el Consejo del Fondo de Garantía de Inversiones y miembro de su comisión permanente desde su creación en 2001. Ponente en varios cursos y seminarios sobre materias relacionados con los mercados de valores y autor de varios artículos sobre estas materias en distintas publicaciones.

ORTAS FREDES, Eduardo. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Zaragoza (2005). Actualmente desempeña la labor de Profesor Ayudante en el departamento de Contabilidad y Finanzas. Su tesis doctoral en desarrollo está enmarcada en el área de la Responsabilidad Social Corporativa. Sus principales líneas de investigación versan sobre; *performance* social y medioambiental empresarial, gobierno corporativo, ética empresarial, inversión socialmente responsable, reporting de información social, métodos de investigación cuantitativos. Así mismo, ha publicado artículos de investigación, sobre los tópicos mencionados, en revistas tanto nacionales como internacionales. Durante los dos últimos años, ha sido ponente en congresos científicos internacionales y miembro de diferentes equipos para el desarrollo de proyectos de investigación.

OTERO GIRÁLDEZ, María Soledad. Licenciada en Ciencias Económicas y Doctora en Economía por la Universidad de Vigo. Profesora Titular de Economía Aplicada en la Facultad de CC. Económicas y Empresariales de la Universidad de Vigo. Especializada en el análisis del mercado de trabajo y de la vivienda. Con publicaciones en revistas de prestigio, tanto internacionales (*The Journal of Real Estate Finance and Economics*; *Journal of Applied Statistics*) como nacionales (*Hacienda Pública Española*; *Información Comercial Española*).

RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, Carlos. Profesor Titular de Economía Aplicada en la Universidad del País Vasco/ Euskal Herriko Unibertsitatea. Publicaciones en diversas revistas nacionales e internacionales relacionadas con la inversión extranjera directa y la empresa multinacional. Igualmente, ha escrito varios capítulos de libro en editoriales nacionales e internacionales relacionados con estas materias. Participación en diversos proyectos de investigación. Miembro de la *European Labour Network for Economic Policy*, de la *Sociedad de Economía Mundial* y de la *Internacional Business Association*.

ROMERO LUNA, Isidoro. Profesor Contratado Doctor del Departamento Economía Aplicada I de la Universidad de Sevilla. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales con ambas especialidades (1996 y 1998) y Doctor en Economía (2003). Ha sido investigador visitante en «Systems of Organization and Management (SOM) Research School» de la Universidad de Groningen (Países Bajos) y en el «Regional Economic Applications Laboratory» (REAL) de la Universidad de Illinois (EE.UU.). Autor de múltiples publicaciones en revistas nacionales e internacionales, ha participado en proyectos y contratos de investigación con diversas instituciones (Ayuntamiento de Sevilla, Diputación de Sevilla, Junta de Andalucía, OCDE, entre otras). Miembro de la «European Network for Input-Output Studies» (EUNIOS), del «European Union Regional Economic Applications Laboratory» (EU-REAL) y del grupo de investigación «Las PYMEs y el desarrollo económico» de la Universidad de Sevilla.

ROMERO PANIAGUA, María. Licenciada en Economía por la Universidad de Alcalá de Henares, promoción 2002-2007. Becaria de excelencia académica universitaria de la Comunidad de Madrid, mediante la cual colaboró en diversos proyectos de investigación de dicha universidad. Desde hace un año, trabaja en el departamento de Banca de Analistas Financieros Internacionales (AFI), encargada del seguimiento del mercado hipotecario español, al tiempo que cursa el Master en Banca y Finanzas XIII de la Escuela de Finanzas Aplicadas (EFA).

SÁNCHEZ PAJARES, Esteban. Socio director del Área de Banca de Analistas Financieros Internacionales (AFI). Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid (U.A.M.) y Máster en Mercados Financieros por el Centro Carlos V de esa misma Universidad. En los últimos años, ha realizado los cursos de doctorado en «Banca y Bolsa» en el Instituto de Administración y Dirección de Empresas de la U.A.M. obteniendo el título de Suficiencia Investigadora, previo a la presentación de la tesis. Economista colegiado en Madrid y socio de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, acumula más de 18 años de experiencia en el ámbito de la consultoría estratégica bancaria, 3 años en Arthur Andersen (actualmente Deloitte) como consultor de entidades financieras, tiempo durante el cual se familiarizó con diversos proyectos en las Áreas de Tesorería y Mercados, Estrategia y Control de Gestión, y 7 años en Barclays España en diversos cargos de responsabilidad en el Área de Planificación y Control de Gestión, donde desarrolló trabajos en Segmentación, Fidelización de clientes, Sistemas de Información de Gestión y Rentabilidad (Cliente, Centro, Producto, Canal), Racionalización de Procesos y Presupuestación. Compagina su actividad profesional con labores docentes y colaboraciones en prensa. Es codirector del Master en Banca y Finanzas de la Escuela de Finanzas Aplicadas de AFI, en el que imparte materias como Contabilidad Bancaria, Gestión de Riesgos financieros, Planificación Estratégica y Control de Gestión. Articulista habitual en temas bancarios y financieros en diversas publicaciones españolas.

SANTIBÁÑEZ GRÚBER, Javier. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Deusto. Profesor Titular del Departamento de Finanzas y Métodos Cuantitativos de la Universidad Comercial de Deusto y Director del Master en Gestión Avanzada (MEGA). Profesor invitado en la Universidad Centroamericana de El Salvador (UCA), en la Fundación de Estudios Financieros (FEF, perteneciente al Instituto Español de Analistas Financieros) y en la Escuela Superior de Cajas de Ahorros (ESCA), entre otras instituciones. Autor y coautor de diversos libros y artículos en revistas especializadas, su actividad investigadora se centra en el estudio de modelos de valoración en Bolsa, la eficiencia de los mercados y el contraste y diseño de herramientas de *performance* para la toma de decisiones financieras.

TORRERO MAÑAS, Antonio. Ha ocupado cargos directivos en empresas públicas y privadas en el sector financiero. Es autor de numerosas publicaciones. Ha sido profesor de la Universidad Complutense y de la de Málaga. En la actualidad es Catedrático de Estructura Económica de la Universidad de Alcalá de Henares (Madrid). Entre otros ha escrito los siguientes libros: «Internacionalización de las bolsas y las finanzas: funciona-

miento del patrón oro y la moneda única europea», «La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón», y por último, «Crisis financieras».

UXÓ GONZÁLEZ, Jorge. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid. Profesor Agregado de Economía Aplicada de la Universidad CEU San Pablo, donde ha sido Decano y Vicedecano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales y Director del Departamento de Economía General. Enseña las asignaturas Política Económica y Economía Aplicada. Sus principales líneas de investigación se refieren a las políticas monetarias y fiscales aplicadas en la UEM, reglas activistas de política fiscal, Nuevo Consenso en Macroeconomía y la nueva macroeconomía normativa. Ha publicado numerosos artículos en revistas especializadas como *Applied Economics*, *Hacienda Pública Española*, *Pensamiento Iberoamericano*, entre otras. Es autor de numerosas contribuciones a libros sobre política económica.

VALERO LÓPEZ, Francisco José. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid (desde 1983) y profesor de la misma desde 1975. Doctor (1978) y Licenciado (1975) en Ciencias Económicas y Empresariales. Censor Jurado de Cuentas, inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas. Director de Estudios de Analistas Financieros Internacionales, SA desde 1988, donde coordina una amplia actividad investigadora y asesora sobre diversos temas, entre los que destacan los sistemas financiero europeo y español, incluyendo los correspondientes a las comunidades autónomas, y las estrategias de las entidades financieras. Jefe de Proyecto en el Departamento de Investigación Operativa de la Compañía Española de Petróleos (CEPSA) entre 1975 y 1985. Autor de numerosas publicaciones sobre administración de empresas y, particularmente, sobre economía financiera. Sus obras más relevantes tratan del sistema financiero español y sus transformaciones, especialmente dentro del proceso de integración europea que suponen tanto el mercado único de servicios financieros como la unión monetaria.

VICÉNS OTERO, José. Es Catedrático de Economía Aplicada en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid. Actualmente es el Director del Centro Gauss del Instituto Lawrence R. Klein de Predicción Económica. Dirige diversos proyectos de investigación y es coautor de catorce libros. Ha publicado cerca de medio centenar de artículos y trabajos monográficos, referidos fundamentalmente al análisis cuantitativo y modelos econométricos macroeconómicos y de empresa, siendo especialista en técnicas de análisis multivariante y microeconometría.

NATURALEZA, OBJETIVOS Y PERFIL EDITORIAL DE LA REVISTA EKONOMIAZ

DECLARACIÓN DE OBJETIVOS

Las revistas científicas son los principales medios de comunicación científica; poseen por ello una gran responsabilidad en el avance del conocimiento científico. Su forma de contribuir a él es estableciendo una política editorial definida y transparente respecto de aspectos cruciales como son los relativos a la ética de la investigación y publicación, al proceso de evaluación y «arbitraje» científico y a una buena gestión profesional.

La revista *Ekonomiaz*, fundada en 1985, lleva casi un cuarto de siglo inmersa en la comunidad científica económica. Sus objetivos fundamentales son: a) la promoción de la investigación científica universitaria y la divulgación de sus resultados en los campos de la teoría y la economía empírica y aplicada, con especial atención a los de la Economía, el Derecho y la Administración del Sector Público; b) la divulgación de calidad de los avances científicos conseguidos en las áreas que cultiva; c) la colaboración en la racionalidad del proceso de toma de decisiones públicas en materia económica, facilitando explicaciones, fundamentos y datos para respaldar el diseño, la ejecución y la evaluación de las políticas económicas de la Administración Pública vasca.

Ekonomiaz siempre ha adoptado una perspectiva científica rigurosa basada en el realismo científico entre cuyos componentes figuran la objetividad, la imparcialidad, el enfoque global e interdisciplinar y la contrastación empírica de hipótesis y resultados. Con el subtítulo de *Revista Vasca de Economía* se ha querido subrayar que aunque sus análisis no se circunscriben exclusivamente a su ámbito territorial natural, el conocimiento de la economía vasca y la perspectiva del desarrollo y la innovación regional deben estar siempre presentes.

La concepción del contenido de la revista se basa en la elección de un tema central sobre el que pivotan los artículos. La elección de dichos temas se guía por el criterio de relevancia en su doble acepción de importancia y pertinencia: los temas seleccionados son aquellos que se encuentran en cada momento en el centro del debate académico, político y social. Sin embargo, *Ekonomiaz* no se limita a abordar los temas candentes del momento, con una visión a corto plazo; sino que como herramienta de prospección económica a medio y largo plazo intenta también penetrar en el futuro. Por ello, *Ekonomiaz* trata de situarse lo más cerca posible de la vanguardia del conocimiento planteando temas que puedan llegar a ser

objeto de especial interés y atención en el mundo académico y político. Además, la revista incorpora la sección «Otras colaboraciones» donde se publican trabajos originales «no solicitados expresamente» relativos a asuntos de interés en la economía real y la investigación académica.

GESTIÓN EDITORIAL

La gestión editorial de la revista *Ekonomiaz*, que es uno de los elementos esenciales de la política editorial, descansa en dos órganos: el Consejo de Redacción y la Dirección ejecutiva. El primero es el responsable de mantener la línea editorial, así como de la selección de los temas centrales de investigación, del asesoramiento científico general y de la relación con centros de investigación y universidades. Los miembros de este consejo se eligen de acuerdo con principios de excelencia profesional y académica, y capacidad investigadora, así como con criterios de experiencia en tareas de dirección, y, a ser posible, en la de edición de revistas científicas. Las funciones de dirección ejecutiva son asumidas por un equipo integrado por un director ejecutivo, un subdirector y tres editores. Este equipo es el responsable del buen funcionamiento de los procesos de selección, evaluación externa (basado en un sistema de doble evaluación anónima) y publicación de los trabajos originales.

Ekonomiaz está admitida en el Catálogo de revistas Latindex al cumplir la mayoría de los criterios bibliográficos de calidad establecidos por el acreditado sistema de información, tanto para revistas escritas como electrónicas. Hay que subrayar que en el Catálogo Latindex sólo aparecen las revistas previamente seleccionadas y clasificadas según criterios internacionales de calidad editorial previamente probados y convenidos por el Sistema Latindex.

Dichos criterios son utilizados por la base de datos DICE (Difusión y Calidad Editorial de las Revistas Españolas de Humanidades y Ciencias Sociales y Jurídicas) que tiene como objetivo facilitar el conocimiento y la consulta de algunas de las características editoriales de las revistas españolas de Humanidades y Ciencias Sociales más estrechamente ligadas a la calidad. La base de datos DICE está desarrollada por el CINDOC (Centro de Información y Documentación científica) y la ANECA (Agencia Nacional de Evaluación de la Calidad y Acreditación).

La revista *Ekonomiaz* está calificada dentro de las 19 mejores revistas de Economía según los criterios de evaluación de revistas científicas del DICE perteneciente al CINDOC del CSIC (Centro Superior de Investigaciones Científicas).

Todos los artículos de los monográficos de la revista *Ekonomiaz* están accesibles en nuestra web http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice_c.apl.

Cada número de *Ekonomiaz* se acompaña con un Informe Ejecutivo donde se sintetizan las principales ideas que se desarrollan en los artículos de *Ekonomiaz*; pretenden servir de orientación a los responsables políticos y agentes económicos para la toma de decisiones. A los Informes Ejecutivos puede accederse en la siguiente dirección: http://www.ogasun.ejgv.euskadi.net/r51-19220/es/contenidos/informacion/estudios_publicaciones_dep/es_publica/informe_anual.html

NORMAS DE PRESENTACIÓN DE TEXTOS ORIGINALES A LA REVISTA *EKONOMIAZ*

1. ORIGINALIDAD

La originalidad que exige *Ekonomiaz* obliga a que el contenido de los artículos no podrá haber sido publicado y tampoco figurar en otro trabajo que esté a punto de publicarse o en proceso de publicación en cualquier otra revista nacional o extranjera (en una versión similar traducida), ya sea de edición ordinaria o electrónica. Se entiende por publicación repetitiva no sólo el duplicado exacto de un artículo, sino también la publicación repetida de esencialmente la misma información y análisis, así como formar parte de un libro del autor o colectivo.

Además, en la carta de presentación de artículos originales se debe incluir la declaración de que el manuscrito se ha enviado solamente a *Ekonomiaz* y que, por tanto, no se ha enviado simultáneamente a ninguna otra.

De no haber una declaración expresa de la contribución específica de cada uno de los autores en un trabajo colectivo, se entiende que todos ellos indistintamente han participado en la concepción y el diseño, la recogida de datos, el análisis y la interpretación de los mismos, la redacción del borrador, la revisión crítica del artículo y la aprobación final.

2. RIGOR Y CALIDAD

Los factores sobre los que se fundamenta la calidad exigida a los trabajos originales que se presentan y, en consecuencia, la decisión sobre la aceptación y rechazo de los originales por parte de Consejo de Redacción de *Ekonomiaz* son, básicamente, los siguientes:

- Originalidad de los resultados obtenidos o hipótesis verificadas (con distintos grados). Actualidad y novedad científica.
- Relevancia social y epistemológica: utilidad o aplicabilidad y significación o avance en el conocimiento.
- Fiabilidad y validez científica, es decir, calidad metodológica contrastada.
- Redacción excelente, estructura y coherencia lógica y buena presentación material.

3. ESTILO

Debe cuidarse el estilo y la claridad de la escritura, respetarse escrupulosamente las normas gramaticales y recomendaciones de las autoridades de la lengua, y evitarse las expresiones redundantes e innecesarias. Cuando el idioma original no sea el inglés, se desaconseja el uso de anglicismos técnicos, salvo que no exista voz ni forma de adaptación al español o al euskera, así como los anglicismos sintácticos o de construcción. Las normas internacionales ISO (UNE, en español) son de especial relevancia y deben tenerse en cuenta en el ámbito de la edición científica.

La Redacción de la revista podrá hacer modificaciones menores de redacción: eliminar errores gramaticales y tipográficos; expresiones poco afortunadas; giros vulgares o enrevesados, frases ambiguas o afirmaciones dudosas,... a fin de asegurar la corrección gramatical, la adecuación al estilo científico y el estricto respeto a las normas técnicas y de estilo de las fuentes más autorizadas: el Libro de Estilo del IVAP (Instituto Vasco de Administración Pública); los diccionarios de la Real Academia de la Lengua Española y Euskaltzaindia.

Obviamente no pueden introducirse cambios en el contenido sustancial del artículo sin conocimiento y aceptación del autor. Dado que la responsabilidad del contenido de un trabajo así como su propiedad pertenecen a los autores hasta que no es publicado en *Ekonomiaz*, la revista les informará de los posibles cambios y modificaciones de significado que hayan podido producirse durante la revisión crítica y estilística del original, previa a su publicación, y pedirá autorización para modificar el contenido y adaptarlo al estilo editorial. El autor deberá aceptar las correcciones de estilo propuestas por *Ekonomiaz* o rechazarlas razonadamente.

4. EVALUACIÓN PRECEPTIVA

Los artículos originales recibidos son sometidos al proceso de doble evaluación anónima mediante evaluadores profesionales externos, independientemente de si los trabajos han sido presentados por los autores a la redacción sin solicitud previa o si han sido pedidos expresamente por los editores o el coordinador nombrado para dirigir el monográfico. *Ekonomiaz* cuenta con una cartera de evaluadores de primer nivel, acreditados por su participación activa y regular en procesos de evaluación de publicaciones nacionales y extranjeras de prestigio. El equipo de la redacción junto con el Consejo de Redacción supervisa y evalúa la calidad de las revisiones y de los evaluadores externos.

5. NORMAS DE PRESENTACIÓN FORMAL DE MANUSCRITOS

1. Los originales, que podrán estar escritos en español, inglés o euskera, deberán remitirse en versión electrónica (en disquete de 3,5» o en CD-Rom, en formato **MICROSOFT WORD®** o compatible) a la siguiente dirección:

Revista **EKONOMIAZ**

Dirección de Economía y Planificación

Departamento de Hacienda y Administración Pública

Eusko Jaurlaritza / Gobierno Vasco

Donostia-San Sebastián, 1

01010 Vitoria-Gasteiz

2. La Redacción de *Ekonomiaz* acusará recibo de los originales, y notificará al autor, a la dirección de contacto señalada, las posibles incidencias del envío. Para cualquier información sobre el proceso editorial, los autores pueden contactar con la redacción en: <economia@ej-gv.es>.
3. Los originales deberán estar mecanografiados a espacio y medio, con un cuerpo de letra de tipo 12 y con márgenes mínimos de 2,5 centímetros. La extensión máxima de los trabajos no deberá exceder de 40 páginas, incluidos apéndices, cuadros y gráficos. En la primera página deberá constar el nombre del autor o autores junto con la institución a la que pertenezcan, además de una dirección de contacto, que incluirá tanto los datos postales como los números de teléfono, fax y la dirección de correo electrónico. Esta dirección de contacto será la empleada en las comunicaciones de los editores de la revista.
4. Cada original incluirá, en una hoja independiente, un resumen del trabajo de no más de 125 palabras en español y en inglés, un índice del contenido, una lista de palabras clave (al menos dos y no más de cinco) y las referencias correspondientes a la clasificación del *Journal of Economic Literature*.
5. El texto correspondiente al contenido del trabajo presentado deberá comenzar en una nueva página. Las distintas secciones en las que se estructure el artículo han de numerarse de forma correlativa siguiendo la numeración arábiga (incluyendo como 1ª la sección de introducción) y la rúbrica correspondiente se consignará en letras minúsculas tipo negrita. Consecutivamente, los apartados de cada sección se numerarán con dos o, si fuera preciso, tres dígitos (por ejemplo: 2.3, 2.3.2).
6. Los cuadros, gráficos estadísticos y el material gráfico, en general, se numerarán de forma consecutiva en cada categoría y siempre con números arábigos. En cuanto a su ubicación en el original, siempre figurarán al final del documento, tras las referencias y, en su caso, los apéndices; a lo largo del texto se indicará claramente el lugar preciso en el que deberán aparecer en la versión impresa. Su utilización debe ser siempre mesurada, no debiéndose incluir información innecesaria o irrelevante.
7. Si el artículo incluye representaciones gráficas, se adjuntarán los datos numéricos que sirven de base para su elaboración.
8. Las ecuaciones y cualquier otra expresión matemática deberán aparecer numeradas de forma correlativa a lo largo del texto y con alineamiento al margen derecho.
9. Las notas que se intercalen en el texto deberán limitarse por criterios de estricta oportunidad, de acuerdo con el desarrollo del trabajo. Para referenciar las notas que pudieran incluirse en tablas o cuadros se usarán letras minúsculas (a, b, etc.), presentado su contenido al pie del respectivo cuadro o gráfico. Los agradecimientos y cualquier otra información que pudiera incorporarse figurarán referenciadas mediante un asterisco asociado al título del artículo o al nombre del autor o autores según corresponda.
10. Las referencias a la literatura científica invocadas en el trabajo figurarán tras la última sección del artículo y bajo la rúbrica Referencias bibliográficas. Se detallarán por

orden alfabético de autores (no numerada). Su correcta verificación es responsabilidad del autor. Las citas aparecerán en el texto según el formato «autor-fecha», distinguiendo mediante letras minúsculas consecutivas si existen coincidencias de autor y año. Las referencias en el texto que incluyan hasta dos autores deben ser completas, usándose la fórmula *et al.* para un mayor número de autores.

11. En cuanto a la composición de las entradas en la lista bibliográfica se ajustarán al siguiente formato:

AUERBACH, A. y KOTLIKOFF, L. J. (1983): «National savings, economic welfare, and the structure of taxation», en Feldstein, M.S. (ed.), *Behavioural simulation methods in tax policy analysis*, NBER-The University of Chicago Press, 459-498, Chicago.

COWELL, F.A. (1990): *Cheating the government: The economics of tax evasion*, Massachusetts MIT Press, Cambridge.

HOOVER, K. (1984): «Comment on Frazer and Boland-II», *American Economic Review*, 74: 789-794.

—1988: *The New Classical Macroeconomics*, Blackwell, Oxford.

—1989: «Econometrics as Measurement», mimeo.

—1990: «Scientific Research Program or Tribe? A joint appraisal of Lakatos and the New Classical Macroeconomics», University of California, working Paper, 69, Davis.

—1991a: «Calibration and the Econometrics of the Macroeconomy», mimeo.

—1991b: comunicación privada.

MIRRELES, J.A. (1971): «An exploration in the theory of optimum income taxation», *Review of Economic Studies*, 38: 175-208.

SEGURA, J. (1991): «Cambios en la política de defensa de la competencia y la política industrial», *Ekonomiaz*, 21: 32-49.

12. En el caso de que el original se acepte para su publicación, el autor se compromete a satisfacer las recomendaciones y prescripciones de los informes de evaluación y presentar una versión mejorada. También deberá revisar las pruebas de imprenta en un plazo máximo de cuatro días desde su recepción.

13. Los autores recibirán dos ejemplares del número de la revista en el que se publique el original, así como la versión definitiva en PDF de su artículo.

EKONOMIAZ

ÚLTIMOS NÚMEROS PUBLICADOS

33. Economía de la Participación
34. El Reparto de Trabajo
35. El Debate Económico Actual
36. Comercio Exterior: Tendencias Recientes
37. Competencia y Regulación de Mercados
38. El Dilema Fiscal
39. Medir en Economía. Lo que sabemos que no sabemos
40. Economía e Igualdad
41. Economía y Territorio
42. El Futuro del Estado de Bienestar
43. Capital Humano y Transiciones Laborales de los Jóvenes
44. Competitividad y empleo en la economía vasca
45. La Economía del conocimiento
46. Panorama de las industrias de red
47. La empresa innovadora
48. Globalización y sistema financiero: los desafíos ante el nuevo milenio
49. Medio ambiente y recursos naturales: nuevas aportaciones
50. El gobierno de la empresa
51. La propiedad intelectual en la sociedad de la información
52. Lecciones de la deflación: Estados Unidos frente a Japón
53. La política de clusters en el País Vasco
54. El siglo xx en la historia económica del País Vasco: de la gran empresa a las pymes
55. Inversión extranjera directa y procesos de deslocalización
56. Ciencia, tecnología, innovación y sociedad
57. Valoración de activos ambientales: la catástrofe del Prestige
58. Ciudades Región Globales. Espacios Creativos y Nueva Gobernanza
59. Capital Social. Innovación Organizativa y Desarrollo Económico
60. La evaluación de las políticas públicas
61. Economía y derecho de la competencia
62. La actividad emprendedora como motor de desarrollo económico
63. Infraestructuras tecnológicas. Soporte de la Economía del siglo xxi
64. Desarrollo sostenible y Agenda 21 Local
65. Responsabilidad social de la empresa. Más allá de la sabiduría convencional

BOLETÍN DE SUSCRIPCIÓN

Nombre o Razón Social.....

Domicilio

LocalidadD.P.

Provincia o País

DNI/NIFTfno.

TARIFAS: Suscripción anual (3 números)

- Particulares: 18 €.
- Instituciones y empresas: 30 €.
- Números sueltos: 12 €.
- Estudiantes 20% de descuento

PAGO ☐ Talón bancario a favor de «Tesorería General del Gobierno Vasco»

☐ Transferencia bancaria

Firma o Sello

EKONOMIAZ

Ogasun eta Herri Administrazio Saila. Ekonomia eta Plangintza Zuzendaritza
Dpto. de Hacienda y Administración Pública. Dirección de Economía y Planificación
Eusko Jaurlaritz/Gobierno Vasco. Donostia-San Sebastián, 1 – 01010 Vitoria-Gasteiz
Tfno.: 945 019 038 – Fax: 945 019 062
E-mail: ekonomia@ej-gv.es
http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice_c.htm

HARPIDETZA-ORRIA

Interesatuaren edo Sozietatearen Izena

Helbidea.....

HerriaD.B.

Probintzia edo Herrialdea

NAN/IFZTlf.

TARIFAK: Urteko Harpidetza (3 ale)

- Bereziak: 18 €.
- Erakunde eta enpresak: 30€.
- Ale solteak: 12€.
- Ikasleentzat %20ko beherapena

ORDAINKETA ☐ Banku-taloia «Eusko Jaurlaritzako Altxortegi Orokorra»ren alde

☐ Banku-transferentzi

Sinadura edo zigilua

EKONOMIAZ

Ogasun eta Herri Administrazio Saila. Ekonomia eta Plangintza Zuzendaritza
Dpto. de Hacienda y Administración Pública. Dirección de Economía y Planificación
Eusko Jaurlaritza/Gobierno Vasco. Donostia-San Sebastián, 1 – 01010 Vitoria-Gasteiz

Tfno.: 945 019 038 – Fax: 945 019 062

E-mail: ekonomia@ej-gv.es

http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice_c.htm