

# 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 multiperódico, 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-Bezares 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<sup>a</sup> 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<sup>a</sup> 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.