

**THE WALL STREET JOURNAL EUROPE.
Foro de la Nueva Economía
New Economy Forum**

Conferencia y Coloquios celebrados en el
Foro de la Nueva Economía,
en Madrid, el 29 de enero de 2004

Rodrigo Rato
Vicepresidente del Gobierno
y Ministro de Economía



1. La situación de los mercados financieros

1.1. La salud del sistema financiero

La necesidad de un sistema financiero eficiente, cuestión que nadie discute, se suele poner en relación con crisis que se han producido en países en vías de desarrollo, como el caso de México y Argentina, también con las crisis financieras en los países asiáticos en 1997 y 1998 y con las producidas en Rusia, todos ellos ejemplos de los últimos años. Sin embargo, la fragilidad financiera no es patrimonio exclusivo de economías en un determinado grado de desarrollo, sino que se ha producido también en entornos de países centrales de la OCDE. Entre las que se han producido en la última década están la crisis financiera japonesa y también, con un poco más de distancia, la que se produjo en Estados Unidos a finales de los años ochenta, aparte de las repercusiones que se produjeron en el propio mercado norteamericano como consecuencia de la crisis asiática, es el caso del famoso incidente del Long Term Capital Management, que sin duda fue uno de los elementos más peligrosos de la crisis de 1998.

Por lo tanto, la salud de un sistema financiero es una cuestión que no se debe contemplar desde los países de la Unión Europea ni desde los países de la OCDE como cuestiones que afectan exclusivamente a países con menos desarrollo económico, sino también a países plenamente integrados en la economía globalizada, como serían los nuestros.

1.2. Las transformaciones de los últimos años

En el sistema financiero mundial y también en el sistema financiero europeo se ha asistido a unas transformaciones realmente muy importantes en los últimos años:

- La extensión prácticamente total de la liberalización de las transacciones de capital y de los procesos de innovación financiera, particularmente a través de los llamados “derivados”.
- La autonomía creciente de la cuantía y dirección de los flujos internacionales de capital. Sirva como ejemplo el dato de que los flujos brutos de capital hoy multiplican por seis los correspondientes a los flujos netos, y eso tiene un impacto muy importante y creciente en los precios de los activos financieros y, sobre todo, en su volatilidad.
- La creciente “americanización” de los mercados financieros. En el año 2001 la economía estadounidense absorbió, según datos del Fondo Monetario Internacional, el 69,2% de las exportaciones netas de capital del mundo, cuando en un periodo inmediatamente anterior, 1992-1997, ese mismo dato no excedía del 35%. Esto significa prácticamente duplicar la absorción del mercado estadounidense de los flujos de las exportaciones netas de capital del mundo, y las inversiones en acciones alcanzaron en términos brutos los 3,6 billones de

dólares, lo que equivale a una suma seis veces superior a la que se registraba cuatro años antes.

- Una mayor sincronización no sólo en el seno del grupo de los siete países del G-7, sino también en el conjunto de los mercados financieros internacionales.

Todo esto no podía sino producir un aumento de la correlación entre los índices bursátiles de los mercados de acciones de los principales países. Con datos también del Fondo Monetario Internacional, la correlación entre los precios de las acciones en Europa y en Estados Unidos aumentó desde el 0,4 a mediados de los noventa hasta el 0,8, es decir, se duplicó, en el año 2000. Y a esto, sin duda, no es ajeno la configuración de un mercado de capitales verdaderamente global y el desarrollo de las tecnologías de la información.

1.3. El proceso de integración mundial de los mercados

En el proceso de integración internacional hay que destacar el mayor peso de los instrumentos de transferencia de propiedad de las empresas, es decir, de las acciones frente a otros, como pueden ser la financiación bancaria internacional o las emisiones de bonos, y, en consecuencia, un creciente protagonismo de los mercados de capitales frente a los sistemas bancarios, que a su vez ha provocado un importante ascenso de un número reducido de inversores institucionales con capacidad para incidir en la formación de precios y provocar una mayor volatilidad que, como ya se ha destacado, es una de las consecuencias que se está produciendo en los mercados financieros internacionales.

A lo largo de la última década los activos gestionados por estos inversores institucionales se duplicaron ampliamente hasta superar el equivalente al producto interior bruto mundial, y esto supone que similares técnicas de gestión entre gestores de carteras, globalización de la cultura financiera y herramientas analíticas muy parecidas favorecen lo que se denomina el “comportamiento rebaño”, con el que en no pocas ocasiones se reacciona ante determinadas noticias tanto económicas como políticas.

En España es importante el peso alcanzado por la inversión colectiva, con un patrimonio acumulado en septiembre de 2003 de 225.000 millones de euros, lo que supone en el entorno del 32,5 de nuestro producto. A esto hay que sumar una serie de hechos que han venido a marcar todavía más el proceso de integración mundial o de globalización de los mercados financieros, hechos que por un lado han puesto de relieve la capacidad de reacción del mercado, pero también han producido fenómenos de reacción similar en todo el mundo. En la mente de todos están algunos de ellos, como fue sin duda el atentado terrorista en Estados Unidos en el año 2001 y las respuestas que instituciones financieras internacionales, como los bancos centrales de los principales países de la OCDE, fueron capaces de producir en ese momento impidiendo lo que hubiera sido una traslación del ataque terrorista a un colapso del sistema financiero internacional.

Pero también se ha asistido en los últimos años a fenómenos que han afectado en primer lugar a compañías multinacionales y que después han tenido

una traslación hacia los mercados financieros y a su vez hacia la economía real, como sin duda supusieron el escándalo de Enron o de Wellcome, que afectaron no sólo a la credibilidad de esas compañías y a la evolución de los índices bursátiles, sino que retrasaron claramente la recuperación económica internacional. En ese sentido, cuestiones que hasta ahora parecían no tenerse en cuenta desde el punto de vista de la descripción de los mercados financieros internacionales, como las cohesiones de buen gobierno y la actuación de determinados colectivos profesionales como pueden ser auditores, contables, analistas, etc., han pasado a formar parte de nuestro mundo de descripción de estos mercados.

En España también hay algunas peculiaridades en este marco general. Por un lado la unificación monetaria sin duda está afectando a los mercados financieros en Europa; en los mercados de acciones pierden importancia las características de país para tener más importancia los sectores, y eso se vive en Europa de manera constante. Y también un mayor enlace entre los mercados de valores y el sistema bancario, ya que las más importantes firmas que actúan en los mercados de valores son a su vez filiales controladas por las principales entidades financieras españolas, bancos y cajas de ahorro. Así se está produciendo una conversión de nuestras entidades financieras, por otra parte paralela a la que sucede en otros países, que podríamos describirlas como supermercados financieros capaces de ofrecer productos de todo tipo a sus clientes.

2. Las consecuencias de la realidad actual sobre los mercados

Todas estas situaciones, que recientemente han marcado la realidad de los mercados financieros internacionales, europeos y nacionales, han producido una serie de consecuencias, algunas positivas y otras complejas.

A) Mercados financieros muy resistentes a crisis internacionales

Entre las consecuencias positivas, se está claramente ante mercados financieros muy resistentes a crisis internacionales, una cosa es que sean volátiles y otra cosa es que no sean capaces de absorber *shocks* realmente muy importantes, el primero de ellos sin duda el 11 de septiembre, pero también las crisis de 1997 y 1998, en que en otros momentos de la historia financiera internacional hubieran producido verdaderos colapsos y que sin embargo fueron resueltas de manera muy dinámica y positiva por parte de los mercados.

B) La dificultad para anticipar episodios de crisis

Entre las consecuencias negativas se encuentra la dificultad de los Gobiernos y los reguladores para anticipar episodios de crisis, tanto locales como internacionales. A causa de ello, hay una mayor dificultad a su vez de evitar los

llamados “contagios” que se han manifestado a lo largo de los últimos tiempos, no sólo entre países, sino también entre sectores.

C) Una mayor necesidad de vigilar los mercados financieros

Esa volatilidad, unida a la dificultad de anticipar la crisis, exige, a su vez, una mayor necesidad de vigilar los mercados financieros y evitar lo que podían suponerse los más importantes fallos del mercado. Uno de ellos es la asimetría de la información. Las relaciones entre accionistas y directivos, bancos de inversión e inversores, depositantes y bancos o entidades financieras, son relaciones complejas en las que pueden producirse situaciones de asimetría en la información y con ello situaciones de desvirtuación de la competencia y de los papeles profesionales de cada uno de ellos, lo cual, a su vez, puede llevar a que determinados agentes hagan elecciones erróneas que provocan a su vez malas asignaciones de recursos y que afectan tanto a los intereses privados como a los intereses colectivos. Por otra parte, la dificultad y la gran incertidumbre a la hora de valorar el riesgo al que se enfrentan los inversores contrasta con la clara visibilidad de la rentabilidad. Es difícil asignar el riesgo, pero cualquier persona con una información muy somera puede medir qué es más rentable desde el punto de vista del inversor. Y esto hace que la volatilidad venga acompañada de valoraciones que muchas veces no parecen responder a análisis profundos de riesgo y de posibilidades.

D) El papel de la regulación para la seguridad

La regulación cada vez juega un papel más importante para dar seguridad a los agentes, pero también hay que evaluarla en sus costes buscando tres objetivos básicos: promover una competencia cada vez más efectiva, el mantenimiento de elevados niveles de solvencia y estabilidad financiera y la protección de las partes peor informadas del mercado, es decir, los consumidores e inversores individuales y clientes, que sin duda se enfrentan en muchos casos a un análisis de la información muy difícil de asimilar por parte de los particulares.

Pero también hay que evitar unos excesivos costes de regulación y una cierta tendencia de los sistemas políticos a cuando se produce una crisis tratar de enviar el mensaje al conjunto del mercado y de los ciudadanos de que el Gobierno o los Gobiernos tienen la capacidad de evitar riesgos a los ciudadanos y que pueden producir una sociedad sin riesgos, lo cual se contradice con la realidad que sucede todos los días e incluso con las consecuencias de esta globalización en la que estamos viviendo.

Por lo tanto, se está ante una situación compleja, que puede producir en ciertos momentos reacciones como consecuencia de esa tendencia de los sistemas políticos a querer llegar a niveles de cero riesgo para los consumidores,

algo que indudablemente es muy difícil de conseguir y que además puede producir costes extraordinariamente altos al sistema que a su vez perjudiquen a los propios consumidores. En ese sentido en España los costes de intermediación estimados del sistema financiero representan en estos momentos aproximadamente el 5,3 del producto interior bruto, lo que sin duda constituye una cifra importante, pero supone una reducción del 6,58 del producto hace diez años. Por lo tanto se está en un proceso en el que España ha conseguido conciliar un aumento de las garantías y de la regulación con una reducción de esos costes, pero ésta es una cuestión esencial y que siempre hay que tener presente.

3. Los desafíos en el futuro

3.1. En el ámbito internacional

En el ámbito internacional hay que continuar en la construcción de una arquitectura financiera internacional, en la que se están produciendo hechos institucionales de gran relevancia, como el acuerdo de capital del año 1988, ya lejano, y los acuerdos de Basilea II. Por ello son muy importantes la creación de estándares internacionales de información financiera y los esfuerzos que se han producido en Europa con el informe Lamfalussy, que ha planteado acometer una serie de medidas en el conjunto europeo que permitan crear un verdadero mercado integrado desde el punto de vista financiero en Europa, y que a su vez tenga como consecuencia inmediata que el coste de las transacciones transfronterizas intraeuropeas sea el mismo y tenga el mismo nivel de eficiencia que las operaciones y transacciones que se producen dentro de cada uno de los países miembros.

Esto puede tener consecuencias muy positivas para la economía europea. Los estudios que ha puesto la Comisión a disposición del Consejo indicarían que una integración financiera de estas características, es decir, que permitiese equiparar la eficiencia y el coste de las transacciones intraeuropeas a las domésticas, podría suponer un incremento del PIB potencial de la Unión Europea del 1,1% a lo largo de la próxima década, un dato positivo teniendo en cuenta los niveles de crecimiento europeos actuales.

No cabe duda de que el esfuerzo europeo está siendo muy considerable. De las 42 medidas originales contenidas en el plan de acción de servicios financieros, 36 ya han sido adoptadas. Muchas veces se plantean críticas importantes a la capacidad de respuesta de la Unión Europea, pero en los últimos siete años se ha sido capaz de cambiar completamente el sistema de toma de decisiones y esto se ha traducido en una gran rapidez en la aprobación y en la aplicación de nuevas medidas.

3.2. En el ámbito nacional

3.2.1. La eliminación de barreras

En el ámbito nacional, hay también importantes desafíos que no sólo se asumen desde el punto de vista de la adaptación europea, sino también desde las propias medidas internas. En primer lugar, la adaptación a la eliminación de barreras a la captación de recursos y a la prestación de servicios de negociación y posnegociación en el mercado europeo, por lo tanto, a aplicar en nuestro país todas las directivas.

Se avanza a buen ritmo, lo cual permitirá una ampliación notable de la competencia en España; el mercado español es y debe seguir siendo una pieza importante en el mercado de capitales integrado europeo. Para ello España debe centrarse en la reducción de los costes de emisión y en ofrecer servicios de negociación, compensación y liquidación competitivos y de la máxima calidad. La creación en 2003 de bolsas y mercados españoles en una iniciativa privada es una muestra de la respuesta del sector financiero español a este desafío europeo y a una mejora indudable de nuestra pulsación relativa en el mercado europeo.

3.2.2. El buen gobierno de las empresas

Un segundo desafío no menos importante para los mercados españoles, pero que también es equivalente al desafío que otros mercados tienen, es todo lo que se refiere al buen gobierno de las empresas. Gracias a la profesionalidad del sector y a la calidad de la regulación no ha habido episodios de escándalos de buen gobierno, como han tenido otros países de la OCDE, algunos distantes en el tiempo pero no por ello menos importantes, y algunos muy recientes de las últimas semanas. El esfuerzo para instaurar una cultura de buen gobierno no sólo en las empresas sino también en la percepción que los inversores tengan de esa cultura ha tenido una magnífica respuesta por parte del sector y del mercado. Desde 1997 en España se puso en marcha un proceso de configuración de reglas de buen gobierno a través del Informe Olivencia que continuó con el Informe Aldama. Ambos han tenido una traslación al ordenamiento jurídico más allá de las recomendaciones de buen gobierno como es el caso, en esta legislatura, de la Ley Financiera, la Ley de Transparencia y la modificación y modernización de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que sin duda sitúan hoy los requerimientos de buen gobierno y de transparencia a unos niveles iguales, si no superiores, a los de la media europea.