

ÍNDICE

<i>Prólogo</i>	9
1. MERCADOS FINANCIEROS COMPETITIVOS: ENTRE LOS PRODUCTOS SOFISTICADOS Y EL ACCESO MASIVO DE CONSUMIDORES	11
Salutación	11
Preámbulo	12
1.1. Introducción	13
1.2. Las aportaciones doctrinales para el conocimiento de los mercados	22
1.3. La configuración global de los mercados	26
1.3.1. Los grandes agregados financieros	26
1.3.2. Los principales mercados	30
1.3.2.1. Monetarios y de divisas	30
1.3.2.2. Renta fija	35
1.3.2.3. Renta variable	39
1.3.2.4. Depósito y financiación	43
1.3.2.5. Entidades de inversión colectiva y seguros	52
1.3.2.6. Instrumentos financieros derivados	57
1.4. Retos y desafíos en los mercados	61
1.5. Reflexiones finales	69
Epílogo	76
Despedida	77
Referencias	77
2. NOTAS TÉCNICAS ECONOMÍA FINANCIERA	85
2.1. Avance sobre los Unit-Linked	85
2.2. Lanzamiento de contratos sobre índices europeos del S&P en MEEF	87
2.3. MEEF lanza los contratos mini de futuros y opciones sobre IBEX-35	89
2.4. Nuevo reglamento de planes y fondos de pensiones	95
2.5. Real decreto 302/2004 sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros	98
2.6. Aplicación actual de los ratios BIS —Bank of International Settlements— a las entidades financieras	103

2.7. Sobre el fórum de derivados y valores FOW-Madrid	104
2.8. XII encuentro del sector financiero	107
2.9. Nuevo reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva	116
2.10. Nueva regulación de las actividades de capital-riesgo	119
2.11. Sobre el desarrolllo de especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de instrumentos financieros derivados sobre energía	123
2.12. Edmund S. Phelps, Premio Nobel de Economía 2006	125
2.13. El nuevo producto financiero «ETF»	129
2.14. Conferencia del Premio Nobel de Economía Joseph E. Stiglitz	132
2.15. 8ª Foro Latibex	134
2.16. El XIII encuentro del sector asegurador	137
2.17. Un nuevo producto financiero: los certificados cotizados	140
2.18. Comprendiendo los problemas de crecimiento y desempleo	141
2.19. El auge de una forma de inversión: los Hedge Funds	143
2.20. Sobre el XIV encuentro del sector financiero	145
2.21. Un nuevo producto financiero: el turbo-warrant	148
2.22. Buenas prácticas de gobierno corporativo	150
2.23. Reunión científica sobre «Innovation and Globalization»	154
2.24. Las Finanzas Públicas en 2008	156
2.25. MEFF lanza futuros sobre las principales Acciones Cotizadas en la Bolsas Europeas	167
2.26. Los Premios Nobel de Economía 2007	170
2.27. Crisis financiera Vs. desaceleración de la economía	174
2.28. El modelo social europeo	179
2.29. Los Fondos Cotizados en Bolsa (Exchange Traded Funds, ETFs)	181
2.30. Sobre la «Política de Ejecución» derivada de la Directiva Europea relativa al Mercado de Instrumentos Financieros (MIFIF)	184
2.31. Conferencia debate a cargo del Premio Nobel de Economía Robert F. Engle sobre el tema: «Volatilidad Financiera Global y Riesgos a Largo Plazo»	186
2.32. XIV Encuentro del Sector Asegurador	188
2.33. Fondos de Inversión 130/30	193
2.34. Contratos por diferencias	195
2.35. Sobre el concepto de globalización	196
2.36. IX Foro Latibex	200
2.37. Modificaciones en la normativa sobre hipotecas	204

2.22. BUENAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Desde hace más de una década, el sector empresarial español viene sensibilizándose por las mejoras en las prácticas de buen gobierno corporativo. Los escándalos aparecidos en algunas firmas internacionales, así como en empresas españolas de dimensión media-alta; los conflictos de interés entre los accionistas y los gestores; los blindajes en las retribuciones de altos directivos; la localización de actividades en paraísos fiscales y centros «off-shore», etc. prácticas todas ellas que generaron evidentes perjuicios tanto para los socios y empleados como para la comunidad en su conjunto, aconsejó a Organizaciones internacionales y reguladores domésticos la promoción y aplicación de Códigos de Buen Gobierno, ya formalmente establecidos en algunas grandes entidades.

A tal fin, y con el fin de dialogar sobre alguno de los principios que inspiran tales prácticas, el diario económico «Nuevo Lunes» y la firma Altadis organizaron un encuentro entre profesionales que tuvo lugar en Madrid el pasado 10 de mayo. En el mismo participaron representantes de los economistas; de los primeros bufetes de abogados, de empresas auditoras así como profesores universitarios, todos ellos, en torno a los principales problemas y a algunas de las soluciones más idóneas para la promoción y mejora del gobierno corporativo.

El **moderador de la Jornada** aludió a la iniciativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de avanzar en la implantación de un Código Unificado que pivotara sobre algunos puntos:

- El compromiso de la firma del cumplimiento del mismo.
- La definición del papel y funciones de los denominados «Consejeros Independientes». Las empresas deberían ser libres de contar o no con ellos, pero, en caso afirmativo, debían explicitarse de forma clara las claves de su comportamiento.
- La asunción del principio de la evaluación que hacen los mercados sobre las empresas.
- La limitación de los blindajes en materia de retribuciones y atribución de planes de pensiones a los altos directivos. Todo ello de forma transparente y con la aplicación de un criterio de medida y racionalidad.
- La aplicación institucionalizada de la denominada «responsabilidad social corporativa».

La representación del **Colegio de Economistas de Madrid** explicitó los principios básicos que a su juicio requería un buen gobierno corporativo:

- La consideración que la utilidad y el propio interés, inspirada en la aplicación de los principios morales que sostenían los tratadistas clásicos de la Economía, constituían el motor principal de funcionamiento de las firmas.
- Y ello con dos limitaciones, la aplicación de normas con justicia y equidad, de una parte, y la búsqueda permanente de la eficiencia, eficiencia que debía repercutir de forma evidente sobre la mayoría de los ciudadanos.
- La práctica de una política de transparencia en la formación de los precios.
- El respeto a la libertad individual para entrar y salir de los mercados.
- El cumplimiento de las normas generales bien por medio de la virtud o, la coacción, como es habitual en la práctica fiscal.
- El respeto a las normas de contratación, sin fraude implícito.
- Y, en general, que los Códigos de Buen Gobierno no sólo tuvieran en cuenta estos principios éticos para la formación de la voluntad corporativa, sino que fueran aplicables a cualquier sociedad mercantil, no sólo a las empresas cotizadas. Aplicación que debería ir acompañada de la práctica estricta de utilización de la planificación contable que resultara de aplicación.

La representación de los **universitarios**, en este caso protagonizada por un profesor de Contabilidad, insistió en algunos de los argumentos anteriores, si bien destacó algunos aspectos relevantes, tales como:

- La práctica permanente de criterios de transparencia, no sólo en el sector privado, sino también en las empresas públicas, mercados financieros, partidos políticos, confesiones religiosas, centros de formación y, en general, en cualquier institución social.
- El respeto por las firmas a las normas encaminadas a la sostenibilidad del medio ambiente.
- La generación de productos y servicios socialmente correctos.
- Y, de manera particular, en la presentación de Memorias Anuales detalladas, con alusiones concretas a las prácticas implantadas en materia de «responsabilidad social corporativa», y, todo ello, acorde a las estipulaciones de la normativa de transparencia española del año 2003.

La intervención del representante de los **bufetes de abogados** hizo una exposición crítica de algunas normas de buen gobierno que han sido «importadas» de la legislación anglosajona, sin tomar en consideración la diferente realidad económica y social, e incluso, la cultura de nuestro país, algo que debería ser corregido para expresarlo en términos que fueren asumibles tanto funcional como jurídicamente. Añadió algunos matices:

- Las normas de gobierno corporativo debieran ser concretas, explícitas y con posibilidad de ser medidas. Todo lo que puede medirse, generalmente, mejora. Y, recíprocamente.
- La falta de normas claras de buen gobierno favorece los procesos de corrupción. Este fenómeno, lejos de disminuir, está creciendo en el mundo. Puso varios ejemplos, en especial de países de raíz anglosajona (Noruega, Suecia, Finlandia, Australia y Nueva Zelanda) que son pioneros en la aplicación de normas de buen gobierno y que, precisamente, aparecen en los primeros lugares de los ránking de alta moralidad empresarial. Países asiáticos, suramericanos y africanos están a la cabeza de las clasificaciones por los efectos nocivos de la corrupción.
- Insistió en la conveniencia de que la elaboración y práctica de buenas normas no puede tener efectos «indolores». Exigen su coste, sacrificio, promoción y seguimiento, y es imposible conseguir buenos efectos pensando en que sólo con la existencia de la norma se ataja la corrupción.
- Aludió a la «falsedad» implícita de algunas normas, como, por ejemplo, el «Protocolo de Kyoto». Este establece que «el que contamina, paga», pero, inmediatamente, se «socorre» a los países que contaminan, que pueden comprar a los que no lo hacen sus derechos de emisión de anhídrido carbónico. Eso implica que se sigue contaminando, aunque se ha de pagar por ello, hecho que supondrá no sólo la falta de deseo de aplicar la norma, sino de trasladar, vía precio, el efecto de la contaminación al que adquiere el correspondiente producto.
- Debería superarse, por otra parte, que la práctica de la «responsabilidad social corporativa» se limite a promover Fundaciones empresariales con la que se financia a actividades que nada tienen que ver con el objetivo de la firma. Si nuestra empresa se dedica a la fabricación de cemento, por ejemplo, que financie actividades dedicadas a la investigación de los efectos de la contaminación que produce la fabricación de este producto, minorando sus efectos sobre los ciudadanos del entorno, pero nunca que se dedi-

que a la promoción de una «banda de música» que debe tener su patrocinio en otras instituciones.

La **representación de los auditores**, probablemente, la más cercana a la realidad de la problemática empresarial del gobierno corporativo, aludió a la importancia de las buenas prácticas, que él observaba y valoraba positivamente los principales pasos que se han dado en España desde los años ochenta. De manera particular matizó:

- Que fue un paso importante en España la supresión de los procesos tradicionales de «doble contabilidad», generalizados hasta los años setenta.
- La asunción de que las empresas tenían tres fines básicos: producir bienes o servicios; crear empleo en términos razonables, favoreciendo un clima de buenas relaciones laborales y, especialmente, cumplir sus compromisos con los accionistas, los clientes y la comunidad en que la firma está inserta.
- Un buen gobierno corporativo debería basar su estrategia en la consideración de que la firma es de los accionistas, no de los gestores, y en la conveniencia de evitar cualquier tipo de conflicto de interés.
- Entendía que la firma debe «crear valor» para accionistas, empleados, clientes, etc., pero que no siempre es fácil tener criterios válidos de medición de este valor.
- Puso como ejemplo el «valor intelectual» o el del «capital humano» que tiene una empresa. Hay algunas aproximaciones, pero no son de aplicación universal y precisan de algunos matices. Muchas Memorias de empresas recogen ya una amplia gama de indicadores de medida de los activos intangibles, y la práctica se extenderá. Ello permitirá su validación, consolidación y servirá para emular a aquellas que aún no los utilizan.
- Entendía, por otra parte, que la falta de ética empresarial se ponía de manifiesto en algunos hechos que suceden en las empresas: la confusión de los sistemas de organización; la observancia de alguna práctica contraria al proceso natural de formación de los precios; la existencia de un clima enrarecido de relaciones con los empleados; la discriminación a la mujer, y, en especial, la falta de transparencia en las relaciones con los «stakeholders».

En el coloquio se pusieron de manifiesto algunas preocupaciones. La primera de ellas, sobre la existencia de los «paraísos fiscales», permitidos en algunas áreas geográficas internacionales. La representación de los economistas no era partidaria

ria de su existencia. Creía que con impuestos justos, reducidos y adaptados a la «capacidad de pago» del ciudadano, los «paraísos» no tendrían justificación.

Por otra parte, la práctica de algunas firmas de tener «objetos sociales muy amplios», iba en contra del principio de especialización que debe tener siempre la firma para trabajar con productividad y eficiencia. No hubo unanimidad en las respuestas, puesto que en un esquema de libertad de mercado, era muy difícil limitar a una empresa los productos o servicios que podría producir o prestar.

Y, finalmente, la rentabilidad que se observaba en aquellos que habían apostado por un verdadero esquema de «responsabilidad social corporativa». No sólo su imagen, también sus resultados iban progresando de forma paralela a la implantación de aquellos esquemas. A «sensu contrario» aludió al caso de una firma dedicada a la fabricación de calzado deportivo, que al ser público y notorio que empleaba en sus fábricas a niños menores de 15 años, produjo un rechazo a sus productos por una buena parte de la comunidad mundial.

En definitiva, una Jornada en la que han sido actualizadas alguna de las perspectivas de la práctica de buen gobierno empresarial, perspectivas que consideramos de interés para aquellos universitarios que hoy cursan disciplinas relacionadas con la empresa en general, y el particular de las fórmulas de valoración de sus principales actividades.

N.S. Aquellos lectores que deseen profundizar en las investigaciones sobre transparencia pueden consultar la siguiente página de Internet: www.transparencia.org.

2.23. REUNIÓN CIENTÍFICA SOBRE «INNOVATION AND GLOBALIZATION»

Durante los días 11 y 12 de mayo de 2007, con el patrocinio de la Fundación «Ramón Areces», se ha celebrado una Reunión Científica sobre el tema de «Innovation y Globalization», promovidas por la Washington University in St. Louis y la Universidad Carlos III de Madrid. Intervinieron como ponentes investigadores de las Universidades de California Los Angeles (UCLA), Harvard, Minnesota, California Berkeley, Wisconsin-Madison e IESE-Universidad de Navarra, así como del Servicio de Estudios del Federal Reserve Bank of Minneapolis. Los títulos de las ponencias se reseñan al final de esta Nota. Y contó con la participación de una treintena de profesores universitarios y de investigadores del Banco de España.

En la Reunión se abordaron las siguientes cuestiones:

- El comentario de un modelo cuantitativo que considera el proceso de réplica del conocimiento; el impacto de la política fiscal en la reasignación de recursos productivos desde las áreas de menor a mayor conocimiento, así como los incentivos más adecuados en pro de los mejores efectos sobre la productividad de la economía.
- El análisis de la relación existente entre los procesos de innovación y las actividades de comercio exterior. Considera la ponencia que la innovación de productos es uno de los mejores y más efectivos orientadores del desarrollo de exportaciones. Igualmente, valora muy positivamente la innovación de procesos, y, de manera particular, la incidencia que ello tiene en términos de generación de riqueza interna para los países que utilizan estos medios, sin olvidar el aumento de interrelaciones beneficiosas con aquellos usuarios de los mismos.
- Se estudió el caso particular de la legislación norteamericana del azúcar, que estuvo vigente entre 1934-1974, analizando los cambios en la productividad del sistema antes y después de la regulación oficial, regulación que no aseguró, precisamente, la mejora de productividad que la había impulsado.
- Otra ponencia estudió el caso de un bloque de 1.800 empresas manufactureras españolas pertenecientes a nueve ramas diferentes de actividad, que fueron analizadas con datos correspondientes a la década de los noventa. La investigación demostró que la relación entre la atención a las tareas de Investigación y Desarrollo y la evolución de la productividad está sujeta a un elevado grado de incertidumbre, incertidumbre que viene condicionada por las características de las funciones utilizadas en el modelo; por la asunción de una influencia exógena de la productividad y de otros aspectos derivados de las particularidades de la función de producción de estas firmas.
- Un estudio sobre la evolución de las ventas en una de las más importantes minoristas de Estados Unidos —Wal Mart—, sostiene que la localización excesiva de tiendas en un área espacial reducida puede provocar una canibalización sustancial de las ventas. Se impone una consideración de las denominadas «economías de densidad» que permitan valorar razonablemente este impacto.
- Fue, igualmente, objeto de comentario el comportamiento de algunos mercados financieros europeos, especialmente, en Francia e Italia. Cuando se

protege de forma débil a inversores financieros extranjeros, como sucede en estos países, puede producirse una asimetría entre las ganancias de los accionistas de control en relación a las que potencialmente pueden asignarse a aquellos. Por ello se sugiere un proceso de penalización que neutralice tal asimetría. En esa línea está incidiendo, aunque sin eficaces resultados, la legislación comunitaria.

- Por último, partiendo de la aplicación en el entorno danés, se aludió a una investigación reciente sobre la relación existente entre tamaño del empleo y productividad, así como entre valor añadido y productividad del trabajo. Señalaba la investigación que las empresas que pueden desarrollar productos de más alta calidad técnica tienen, generalmente, un alto nivel de productividad que repercute sobre su dotación de efectivos humanos y la estructura de valor añadido.

Ponencias presentadas:

- «Knowledge, Diffusion and Reallocation». Hugo Hopenhayn. University of California Los Angeles.
- «Product Innovation and Exports: Evidence from Spanish manufacturing». Bruno Cassiman. Iese-Business School.
- «Does regulation reduce productivity». James A. Schmitz, Jr. Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- «R&D and productivity: Estimating Production Functions when productivity is endogenous». Ulrich Doraszelski. Harvard University.
- «The diffusion of Wal-Mart and economies of density». Thomas Holmes. University of Minnesota.
- «Innovation and market value». Bronwyn Hall. University of California Berkeley.
- «An empirical model of growth through product innovation». Rasmus Lentz. University of Wisconsin-Madison.

2.24. LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2008

Las autoridades económicas han remitido al Congreso el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el próximo ejercicio.

Por el interés que puede representar para el alumnado de nuestra asignatura, recogemos una síntesis de las principales magnitudes de este Proyecto.

El Equipo Docente queda a su disposición para cuantos comentarios y sugerencias estimen convenientes.

El Cuadro Macroeconómico

- La evolución del PIB en el trienio 2006–2008 podría ser del tenor siguiente: 3,9/3,8/3,3%, que denota una cierta desaceleración, aunque el crecimiento de 2008 podría ser, incluso, inferior al 3,3% citado, no superando el 2,8%.
- Las recientes turbulencias monetarias, a pesar de la incertidumbre generada, no inducen a las autoridades a realizar una mayor corrección.
- La tendencia de los precios al consumo, que durante 2007 había oscilado entre 2,2–2,5%, a partir del mes de septiembre experimenta una fuerte elevación hasta el 2,7%, lo que presagia una tendencia creciente sobre el promedio de 2007 para el año 2008. (Fuente: INE: indicador adelantado del IPC armonizado. 28.09.2007)
- Esta subida viene motivada tanto por la fuerte elevación del precio del petróleo (81,05 dólares el tipo Brent el 28.09.2007. A principios de año estaba en 55 dólares). Igualmente, por la tendencia de los precios de alimentos básicos —como el pan y la leche— afectados por el encarecimiento de los cereales.
- El diferencial de precios de España con la media del contabilizado en los 13 países de la moneda única, ha subido una décima, hasta los 0,6 puntos, lo que rebaja nuestra posición competitiva al aumentar más los precios que lo que hacen los países de nuestro entorno.
- La tendencia de la demanda agregada será decreciente, en especial, por el cansancio del consumo, que no crecería más allá del 2%.
- La tasa de desempleo, que en los dos últimos ejercicios se situaba entre el 8–9%, podría bajar al 7%. Ello representaría algo más de 1,8 millones de parados. El crecimiento del empleo sería inferior a los 400.000 empleos que se preveían.