

# RELACIONES ENTRE ECONOMÍA FINANCIERA Y ECONOMÍA REAL. ALGUNAS REFLEXIONES

Inmaculada Gallastegui Zulaica

## INTRODUCCIÓN

La posición que se adopta en este trabajo es la que corresponde a alguien interesado profesional y personalmente en la economía y que, sin embargo, no posea conocimientos técnicos detallados sobre el funcionamiento de los mercados financieros. Desde esta perspectiva, la cuestión de la evolución de la economía financiera y su correspondencia con la economía real es una de las cuestiones ante las que se experimenta cierta desazón. Esa es la razón por la que se realiza esta reflexión, en la que se trata de poner en orden los elementos informativos existentes y de buscar las implicaciones que ofrecen.

Tras este preámbulo podemos comenzar señalando lo que todos sabemos: que la economía tiene distintos aspectos y que la relación entre la economía financiera y la economía real se produce porque la primera se ocupa de proporcionar los instrumentos precisos para lograr un buen desarrollo de la actividad económica, en particular instrumentos que facilitan el intercambio de mercancías y la financiación de la actividad económica. Ello pone de manifiesto el carácter «instrumental» que la economía financiera presenta respecto de la economía real.

Tomando esto como punto de partida, se va a tratar de responder a las siguientes preguntas: ¿Existe realmente disociación en estos momentos entre la economía financiera y la economía real? ¿Cuáles son las causas de la disociación, aparente o real, que observamos? ¿Cuáles son las consecuencias que de las relaciones entre ambas facetas de la economía se derivan?

La estructura del trabajo es la siguiente: en el apartado I, se trata de la existencia o no de disociación entre economía financiera y economía real. En el II, se realiza un recorrido sobre los antecedentes inmediatos y la situación actual de las relaciones entre ambos aspectos de la economía. En el III, se analizan algunas características de la situación actual de los mercados financieros. El apartado IV se dedica a examinar la cuestión de la formación de expectativas. Por último, el V se centra en el análisis

de algunas consecuencias que la situación actual de los mercados financieros presenta para la evolución de la economía real.

## I. PERCEPCIÓN ACTUAL DE LA RELACIÓN ENTRE ECONOMÍA FINANCIERA Y ECONOMÍA REAL

La primera pregunta que puede hacerse es si existe o no disociación en estos momentos entre la economía financiera y la economía real.

Si lo que denominamos con estos dos calificativos no son más que diferentes aspectos de una única actividad económica global, a la pregunta de si ambas pueden seguir evoluciones diferentes, la respuesta obligada es negativa. No obstante, en ocasiones las apariencias indican lo contrario.

Considerando en primer lugar las apariencias, puede decirse que nos encontramos actualmente en una de esas ocasiones en las que la percepción de los agentes es la de la existencia de disociación y desajuste entre ambas. La percepción creo que es bastante clara en nuestro país y las opiniones que con cierta regularidad aparecen en los medios de comunicación así lo avalan. Es frecuente, en los últimos meses, leer y oír opiniones en este sentido, que en sustancia se preguntan por qué, si las variables económicas relativas a la economía productiva marcan una evolución positiva para la economía española, simultáneamente la información procedente de los mercados financieros presenta un tinte marcadamente negativo: baja la bolsa, el tipo de cambio de la peseta se encuentra sometido a constantes vaivenes, etc. Realmente, choca comprobar que uno puede leer hoy que los resultados de las empresas son muy positivos y mañana enterarse de que la bolsa de valores está desanimada, se contrata poco y los índices bajan.

Aparentemente, por tanto, sí existe disociación, a pesar de que hemos respondido antes en contra de esta posibilidad. Pueden citarse por lo menos dos razones para que esta apariencia se produzca.

1) En primer lugar, una razón que, aunque ob-

via, no conviene olvidar. La evolución de las variables financieras es, por su propia naturaleza, más rápida que la de las variables reales. Estas últimas presentan una importante inercia que hace que su valor en sucesivas mediciones cambie lentamente. Por ello, en general nos preocupa la evolución de su tendencia, ya que son sus puntos de giro los que realmente interesan. Por tanto, valores relativamente estables de las variables reales junto con valores muy cambiantes de las variables monetarias o financieras son observaciones habituales.

2) Una segunda razón es que las expectativas que se generan en ambos aspectos de la economía, aun respondiendo a las mismas variables básicas, pueden no seguir el mismo proceso en su generación. Las expectativas de los productores o consumidores sobre variables reales responden, en primer lugar, a la evolución de variables tales como cartera de pedidos, utilización de la capacidad productiva, precios de los productos industriales y materias primas, situación en el mercado de trabajo, etc. En el sector financiero, por el contrario, las expectativas responden de inmediato a variables monetarias como tipos de interés, rentabilidad de los activos, etc. Todas estas variables se interrelacionan entre sí y, a medio plazo, la percepción de cada uno de los sectores resumirá la información de todas ellas. En el muy corto plazo, sin embargo, las expectativas del sector real y del financiero pueden diferir.

Las dos razones señaladas, por tanto, pueden ayudar a explicar el desajuste aparente entre economía financiera y economía real, indicando que la disociación es más una cuestión de cómo se percibe la trayectoria de cada una de esas facetas de la economía que de desajustes importantes entre ambas.

Por tanto, la respuesta a la primera pregunta podría ser que se percibe una disociación, pero que dicha percepción puede ser simplemente superficial, provocada por la distinta naturaleza de las variables financieras y reales.

Lo anterior, sin embargo, no se refiere sino a la superficie de la cuestión que nos interesa. Para realizar un análisis más profundo, deberíamos preguntarnos cuáles son los elementos que recogen lo sustancial de las relaciones entre ambas facetas de la economía.

## **II. ANTECEDENTES INMEDIATOS DE LA RELACIÓN ACTUAL ENTRE ECONOMÍA FINANCIERA Y ECONOMÍA REAL**

---

### **1. Algunas características de la evolución económica reciente**

A) La primera característica a destacar en la evolución económica es la globalización de la eco-

nomía a que se ha venido asistiendo en las últimas décadas. En estos momentos, puede decirse que existen intercambios multilaterales de bienes entre todos los países, tanto los que pertenecen al mundo desarrollado como al subdesarrollado, en una magnitud que era totalmente impensable hace pocos años. De una manera gráfica, estamos llegando a una situación en la que el turista que se dirige a un país diferente al suyo propio encuentra cada vez menos diferencia entre los lugares que visita y su lugar de origen. Ciertamente, se mantienen importantes diferencias, pero, cada vez más, éstas afectan primordialmente a los elementos más duraderos de cualquier civilización (edificios, grandes construcciones, etc.), mientras que el modo de vida va haciéndose también más estándar en todo el mundo. Y, por lo que respecta a los bienes que pueden adquirirse, no hay más que pasearse por las grandes ciudades del continente europeo para comprobar hasta qué punto en todas ellas se ofrecen exactamente los mismos productos al consumidor. Y aunque esto deja de ser cierto a medida que nos alejamos de los países de industrialización más antigua, sigue siendo verdad que ha tenido lugar una uniformización muy importante en los modos de vida y los estándares de consumo mundiales. Todo esto que describo tiene su origen, en su mayor parte, en el enorme incremento experimentado por el comercio mundial. Desde el punto de vista del intercambio, por tanto, la economía se ha globalizado de tal manera que puede hablarse de mundialización sin incurrir en grandes exageraciones.

B) En segundo lugar, encontramos que este fuerte crecimiento del intercambio ha producido, a su vez, en los países más industrializados el fenómeno de la deslocalización de la producción, particularmente en aquellos sectores productivos más intensivos en mano de obra. En efecto, la eliminación de barreras a los intercambios de mercancías no impide que sigan existiendo diferencias importantes entre los distintos países. De entre éstas, pueden destacarse dos cuya importancia a este respecto es primordial. En primer lugar, la localización geográfica del país, que determina la distancia entre los distintos mercados de productos y, en consecuencia, el coste de transporte de éstos. Y, por otro lado, diversos factores relacionados con la mano de obra, de entre los que destaca el nivel de salarios. La existencia de diferencias en estos aspectos incide en la localización de las empresas productivas en función de sus productos y mercados, lo que da origen al proceso de «deslocalización» de las actividades productivas, realizándose éstas en lugares distintos a aquel al que pertenece la empresa.

C) Esta evolución de la economía productiva, relacionada con el intercambio y la producción de bienes, trae como consecuencia la existencia de un importante volumen de transferencias entre diferentes países, lo que a su vez introduce cambios en la

economía financiera. En efecto, la intensificación de estas transferencias ha exigido el desarrollo de instrumentos financieros que permitan a los agentes, además de financiar sus actividades en cualquier parte del mundo, cubrirse de los riesgos inherentes al comercio mundial. El desarrollo de los mercados financieros, por tanto, ha venido provocado por las necesidades de la economía real y es por ello consecuente con su carácter instrumental para la evolución económica.

En nuestro país, la evolución mencionada ha estado fundamentalmente ligada a nuestra adhesión a la Comunidad Europea y, más recientemente, a la construcción del mercado único y el sistema monetario europeo. Las referencias habituales para nosotros pasan, por tanto, por nuestra inclusión en Europa y creo que el español medio vive todo este proceso como originado en esta causa. Las directivas europeas, el Tratado de Maastricht, los criterios de convergencia, la posibilidad de que el sistema monetario europeo entre en vigor en la fecha prevista, la existencia o no de una Europa de dos velocidades son los puntos de referencia que han marcado la evolución económica en los últimos años, tanto en su faceta real como en la financiera, y es alrededor de ellos como se percibe el importante cambio experimentado en la posición exterior de la economía española y todas las consecuencias que de ella se derivan. Es evidente que tales son las ordenadas para nuestro país, pero ello no debe ocultar que la evolución global de Europa se inscribe, a su vez, en la tendencia antes descrita de mundialización de la economía y que, en consecuencia, el origen de los cambios es más general de lo que la referencia a nuestra adhesión a la Unión Europea parece sugerir.

## **2. Algunas características de la evolución de los mercados financieros**

Si, de acuerdo con lo establecido en el punto anterior, el desarrollo de los mercados financieros ha sido consecuencia de las necesidades de la economía real, su situación actual no hubiera sido posible sin la existencia de algunos factores que merecen destacarse.

A) Uno de ellos, fundamental, ha sido el rápido y extraordinario desarrollo de las comunicaciones. Este desarrollo, que ha afectado no sólo a la economía, sino a todas las manifestaciones de la vida, ha tenido una incidencia radical en los mercados financieros. En efecto, el traslado de personas y mercancías de un lugar a otro del mundo puede llevarse a cabo en estos momentos con una rapidez y comodidad inimaginables hace treinta o cuarenta años. Y, sin embargo, el tiempo necesario para ello resulta muy largo en comparación con el preciso para llevar a cabo transacciones financieras, que se ha reducido hasta casi desaparecer. Hoy es posible,

para los participantes en estos mercados, realizar operaciones en cualquier lugar del mundo de manera casi instantánea y no puede negarse que, como consecuencia de las posibilidades de comunicación que mencionamos, los mercados financieros se han vuelto mucho más ágiles que los mercados de otros bienes.

B) Otro de los aspectos nuevos e importantes a mencionar es el de la accesibilidad de los mercados financieros para agentes que antes no se veían directamente implicados en ellos. De entre éstos, puede destacarse la aparición de grandes masas de dinero que, a diferencia de los grandes capitales de antaño, no pertenecen a un grupo reducido de personas, sino a grandes conjuntos de pequeños y medianos ahorradores. Los recursos correspondientes a los fondos de inversión tienen un peso importante en la actual configuración de los mercados financieros. Es importante notar que dichos recursos se mueven bajo la dirección de unas pocas personas, sus gestores, mientras que la rentabilidad que pueda obtenerse para ellos afecta a multitud de agentes económicos, los inversores.

El hecho señalable es que un número importante de agentes económicos, personas individuales o familias, hace diez años se sentían satisfechos con obtener una rentabilidad fija en una imposición a plazo en la entidad financiera con la que habían trabajado toda su vida, mientras que en estos momentos, debido a que han depositado sus recursos en un fondo de inversión, se sienten alcanzados por las oscilaciones que las bolsas de valores o los mercados de divisas experimenten. La percepción generalizada de que lo que afecta a los mercados financieros puede afectar a cualquier ciudadano es, creo, muy reciente y su origen está probablemente en la existencia de los fondos de inversión en su forma actual.

Esto, por una parte, explica por qué la percepción sobre los desajustes entre economía real y economía financiera se ha generalizado (muchos agentes económicos se ven ahora alcanzados por los resultados obtenidos en los mercados financieros), y por otra, permite introducir otro aspecto característico de la situación actual, que es el del gran volumen de información económica de que se dispone.

C) La proliferación de información económica correspondiente a cualquier lugar del mundo y, en particular, a los países con mayor peso en la economía mundial, que observamos en todos los medios de comunicación en los últimos tiempos, está probablemente originada en esta percepción de que cualquier lector de periódico u oyente de radio o televisión puede estar interesado en ella. Seguramente, es un cambio sociológico de primer orden el que se manifiesta con la comprobación de que la información económica está presente de manera regular en cualquier medio informativo no especializado. Cualquier lector de periódicos mínimamente

interesado puede conocer puntualmente la evolución trimestral del PIB y de los precios de la economía estadounidense, o la magnitud en que ha crecido o decrecido el superávit comercial japonés, por no hablar de los tipos de interés que rigen en los más importantes mercados. De la misma manera, el Bundesbank o el Federal Reserve Board han pasado a ser instituciones familiares para cualquier español con un mínimo interés en la economía.

Todos los aspectos analizados hasta aquí contribuyen, sin duda, a la nueva percepción sobre los efectos que la economía financiera puede tener sobre la economía real; sin embargo, no existe a este nivel causa importante de preocupación sobre una disociación que probablemente es inexistente, a pesar de que se perciba como tal, salvo en períodos de tiempo cortos y que tendría su origen en las cuestiones ya mencionadas de mayor rapidez en el cambio y mayor volatilidad en las variables financieras que en las reales, así como en la existencia de desfases en la evolución cíclica de las distintas economías mundiales.

D) Por último, un elemento a destacar en la evolución de la economía financiera es, sin duda, la liberalización de los movimientos de capitales que se ha producido, en los últimos años, en buena parte de los países. La incidencia que los elementos anteriormente citados alcanzan, tanto en la percepción de los agentes económicos como en la realidad de su actuación, no podría entenderse sin añadir el hecho de que los capitales pueden moverse de un lugar a otro del mundo no sólo con una gran rapidez, sino además sin que existan en muchos casos trabas legales o administrativas que lo dificulten. Este es, a mi juicio, un elemento central para analizar la situación actual y que, por los efectos que puede producir, debe merecer una atención mayor que los aspectos que hasta ahora se han destacado.

### III. LOS MERCADOS FINANCIEROS ACTUALES

---

De acuerdo con la descripción del apartado anterior, puede decirse que, en la actualidad, los mercados financieros son mercados fuertemente integrados, con una capacidad de respuesta rapidísima ante cualquier cambio o alteración en el panorama económico. El desarrollo más importante operado en ellos ha sido, junto con la intensidad de la interrelación, la enorme proliferación de productos financieros totalmente nuevos. Todo ello ha permitido que los mercados sean actualmente más profundos y completos, eliminando posibilidades de arbitraje y facilitando sin duda los intercambios internacionales, dadas las mayores facilidades que ofrecen para la gestión de riesgos.

La justificación teórica para esta evolución está

clara: se trata de crear mercados más eficientes que permitan una correcta asignación de los recursos entre todos los agentes. La polémica sobre si los mercados son realmente eficientes o no ha producido una gran cantidad de literatura en los últimos años, sin que pueda decirse que sea ésta una polémica cerrada.

En cualquier caso, el diseño y puesta a disposición de tales productos ha provocado una fuerte intensificación de los intercambios. Este hecho se registra en todos los mercados, pudiendo señalarse como aspecto particular el gran desarrollo experimentado no sólo por los mercados organizados, sino también por los mercados OTC. Información económica reciente señala que, en los últimos tres años, se ha incrementado la negociación de divisas en un 30 por 100 en dólares constantes (40 por 100 más, en dólares, en nuestro país, habiéndose triplicado el volumen total negociado desde 1989). Indudablemente, los grandes proyectos inversores encuentran facilidades para financiarse inexistentes hace algunos años, ya que la integración de mercados permite la posibilidad de apelar a capitales procedentes de distintos lugares, pudiendo realizar las emisiones en mercados cada vez más amplios. Por lo que respecta al mercado de derivados, su evolución ha sido más espectacular si cabe. Valgan como ilustración los siguientes datos tomados de una reciente publicación en este tema: el valor del principal nominal de los productos derivados se ha más que duplicado entre 1991 y 1993, mientras que el número de contratos negociados en las bolsas de productos derivados se ha más que cuadruplicado entre 1986 y 1993 (Bengoechea, Arriaga y Errasti, 1995). Si nos referimos al mercado de deuda, los datos de la CNMV muestran que, entre 1992 y 1994, las contrataciones en mercados secundarios de renta fija se han incrementado en nuestro país en un 236 por 100, correspondiendo a deuda pública una proporción superior al 95 por 100 de su importe.

El crecimiento mencionado presenta como consecuencia nada desdeñable la cada vez mayor autonomía de los intercambios en los mercados financieros con respecto a la economía real. A pesar del fuerte aumento experimentado por el comercio mundial de mercancías, los incrementos en los volúmenes de contratación en los mercados financieros han sido mucho más espectaculares. Así, se estima que alrededor del 90 por 100 de las transacciones que tienen lugar diariamente en el mercado de cambios no tienen relación con el comercio mundial ni con inversiones directas. De la misma manera, se estima que solamente un 5 por 100 de los contratos negociados en los mercados de opciones y futuros obedecen a un intercambio de mercancías. Todo ello indica con claridad que, si bien el origen del desarrollo de estos mercados estuvo basado en las necesidades de la economía real, la situación actual dista mucho de corresponderse con la de partida.

Se pone, pues, de manifiesto que se ha creado un espacio en el que los capitales pueden moverse con agilidad, tratando de lograr el máximo de rentabilidad, cambiando posiciones rápidamente en la consecución de este objetivo. Las cifras anteriores parecen indicar que, además de cubrir las necesidades derivadas de los intercambios reales y la financiación de la actividad económica, los mercados se constituyen en punto de encuentro de recursos que no van más allá de los propios mercados, cuya relación con la economía real sería, por tanto, bastante lejana. Desde esta perspectiva, podría pensarse que por lo que respecta a esta parte de su actividad el juego de los mercados es simplemente un juego de suma cero, en el que lo que un agente gana otro pierde, resultando en este sentido una actividad relativamente estéril para los intereses de la economía productiva, aunque puede tener importantes implicaciones para ella.

En relación con lo anterior, puede anotarse como elemento novedoso que el fenómeno de desintermediación que al mismo tiempo se ha venido produciendo al acceder los agentes a los mercados con mayor facilidad, ha llevado a su vez a los intermediarios financieros a participar en los mercados por cuenta propia en proporción muy superior a la que se registraba anteriormente. La consecución de un alto grado de rentabilidad para sus recursos, que ha sido siempre el objetivo de los gestores, y la posibilidad de lograrlo tomando posiciones en los amplios mercados actuales ha animado a los intermediarios financieros a desarrollar una actividad que no es propiamente la actividad de intermediación a la que tradicionalmente se venían dedicando.

#### **IV. LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA FORMACIÓN DE EXPECTATIVAS**

Este breve repaso a la realidad de los mercados actuales pone de manifiesto con claridad la importancia que tienen para el desarrollo económico global. Por ello, resulta de especial interés conocer la manera en que se generan las pautas de actuación que en ellos se siguen.

Uno de los conceptos que más frecuentemente surge para explicar cualquier cambio en las posiciones de los mercados de valores o de divisas es el de expectativas. Se afirma que «el mercado ha descontado ya» determinado acontecimiento cuando algo sucede sin obtener la respuesta esperada, o que «las expectativas sobre tal o cual variable han cambiado debido a algún elemento informativo determinado», cuando la respuesta es rápida y, muchas veces, en dirección contraria a la esperada. Creo que lo señalado en este apartado avala la necesidad de analizar la manera en que se generan las expectativas en los mercados financieros, con objeto de valorar las consecuencias que pueden esperarse de ello.

#### **1. La hipótesis de expectativas racionales**

La teoría macroeconómica se ha preocupado siempre por el proceso de formación de expectativas. Sin embargo, la formalización de este proceso no ha sido muy cuidadoso hasta fechas relativamente recientes. Durante muchos años, la modelización de expectativas se ha basado en los llamados procesos de expectativas adaptables o de ajuste parcial, aceptándose, por tanto, como válidos procesos en los que los agentes, si bien corrigen sus expectativas en función de lo observado, mantienen errores sistemáticos en su generación por no ser capaces de corregir inmediatamente la totalidad de su error. Ello ha supuesto que la formulación dinámica de los modelos económicos no haya sido tan cuidadosa como hubiera sido de desear.

La teoría de las expectativas racionales puso fin a este estado de cosas, suponiendo para los agentes un proceso de formación de expectativas que no puede cometer errores sistemáticos. Esta teoría, muy atractiva e intuitiva, es en la actualidad aceptada de manera generalizada como la que explica el comportamiento racional de los agentes económicos. Ello tiene importantes implicaciones en relación con lo que los modelos anteriores postulaban, particularmente por lo que se refiere al ámbito de la política económica. La polémica que se produjo a partir de la crítica de Lucas a la validez de la política económica cuando existen agentes racionales que pueden anticipar la acción del gobierno, enriqueció en gran medida los modelos e interpretaciones macroeconómicos. En estos momentos, puede decirse que la mayor parte de la macroeconomía parte de la definición de expectativas racionales, lo que supone básicamente aceptar lo que a un nivel intuitivo todos sabemos: los agentes económicos son capaces de aprender de lo que observan y cambian su comportamiento en función de dicho aprendizaje.

En el campo de la economía financiera, la adopción de la teoría de las expectativas racionales, junto con otros desarrollos más cercanos a la propia teoría de las finanzas, ha propiciado un desarrollo extraordinario de los estudios relativos a eficiencia de mercado, volatilidad, estructura temporal de tipos de interés, modelos explicativos de los tipos de cambio, etc. Particularmente importante ha sido el número y calidad de los trabajos empíricos sobre dichos temas, que han alcanzado un elevado grado de complejidad técnica en lo que a métodos económicos se refiere. Creo que puede decirse que ningún otro campo de la economía aplicada ha experimentado una evolución tan enriquecedora en los últimos años.

No obstante, y como sucede en la mayor parte de las ocasiones, los trabajos empíricos no alcanzan conclusiones unánimes sobre muchas de las cuestiones básicas. Esto, que es de gran importancia

para fomentar el interés por los estudios aplicados, no es, sin embargo, tan tranquilizador cuando se trata de establecer una teoría que explique los hechos que se observan.

Desde el punto de vista de la economía real, la relevancia de esta última observación es quizá mayor, ya que, desde su perspectiva, el interés no se centra tanto en mejorar el conocimiento intrínseco del funcionamiento de los mercados como en conocer las consecuencias que dicho funcionamiento puede tener para las decisiones de inversión de las empresas o para las decisiones de consumo o ahorro de las familias. Dicho de otra manera, los inversores o familias desearían saber si los mercados van a responder de una manera estable a sus necesidades y cuáles son las variables básicas y observables que deben servir de referencia para la toma de sus decisiones de inversión o ahorro.

Esta cuestión no resulta baladí para los no especialistas, ya que los mensajes que se reciben a través de la información económica son, en muchos casos, contradictorios. En los últimos meses hemos asistido a caídas en las bolsas o en el tipo de cambio del dólar debidas a la publicación de una cifra sobre crecimiento trimestral del PIB estadounidense mayor de la esperada. La lógica de este movimiento se escapa en muchas ocasiones a quien ha aprendido a pensar que la economía americana ejerce de tractor de las economías europeas y, por lo tanto, espera que buenas noticias sobre el nivel de actividad americano ayuden a disipar las dudas sobre la recuperación incipiente que las economías europeas estaban mostrando en ese momento.

Por otro lado, la respuesta a la grave crisis sufrida por México, en fechas relativamente recientes, fue también de importancia e inmediata caída en los mercados ligados a la moneda o los productos estadounidenses.

Los dos ejemplos anteriores permiten ilustrar la sensación que puede percibirse de que las reacciones de los mercados no son simétricas ante las noticias que se producen y que, si bien las malas noticias provocan en general la reacción esperada, no sucede lo mismo ante las buenas noticias que se reinterpretan en función de expectativas cada vez más lejanas o indirectas.

Estos comentarios introducen una cuestión clave en el funcionamiento de los mercados financieros, que es el de la información que dichos mercados consideran relevante y, sobre todo, la manera en que dicha información se procesa.

## 2. La información relevante en la formación de expectativas

Una cuestión básica en la teoría de las expectati-

vas racionales, que no siempre se explica con la debida claridad, es que el comportamiento racional se refiere en cada caso al conjunto de información con el que el agente toma sus decisiones. Es basándose en todo lo que se conoce con anterioridad cuando se espera que los agentes se comporten de tal manera que no existan errores sistemáticos. Esto es, que todo lo que pudiera ayudar a predecir el futuro se haya tomado en consideración de manera adecuada, de forma que la diferencia entre lo esperado y lo que realmente sucede sea no anticipable. Esta teoría, junto con la de mercados eficientes, predice que la información relevante es procesada por el mercado y que sólo un indicador, el precio, resume toda la información necesaria. Muchos de los modelos adoptados para los precios de los activos en los mercados financieros corresponden, por esta razón, a la estructura de paseos aleatorios, de acuerdo con los cuales la mejor predicción del precio futuro de un activo es su precio actual.

Todo ello se resume en el concepto de que los mercados son *forward-looking*. Dado que todo lo sucedido ha sido ya tomado en consideración, lo que preocupa es lo por venir. El conjunto de información que interesa a los mercados en cada momento es enormemente amplio. Noticias relativas a la economía real, que afectan a la valoración de los *fundamentals*, de todas las economías con cierto peso en el mundo, noticias específicas correspondientes a la marcha de empresas cuyas acciones o pagarés se negocian en el mercado, junto con toda clase de noticias políticas o, en ocasiones, simplemente rumores, hacen cambiar el comportamiento de los mercados. El primer grupo de variables tiene un obvio interés en tanto que los mercados comercian con y sobre bienes que se corresponden con la economía real, aunque la relación con ellos puede en ocasiones ser bastante indirecta. Por lo tanto, es natural que la información sobre estas variables interese a los agentes en estos mercados. El segundo conjunto de información, las noticias políticas y sociales, tiene influencia, por una parte, en tanto que representa información sobre cómo van a verse afectados determinados sectores económicos o empresas en determinadas posiciones, mientras que, por otra parte, supone indicios sobre la estabilidad de las políticas económicas de los distintos países. Sobre este aspecto se hablará un poco más adelante.

Lo que interesa en este momento enfatizar es la dificultad que existe para procesar adecuadamente todos los elementos informativos que en cualquier período corto de tiempo fluyen al mercado. Es inmediato pensar en la necesidad de procedimientos de análisis de datos que permitan elaborar la información, reduciendo su dimensión a un conjunto limitado de indicadores. No puede negarse que este esfuerzo se realiza y que existen tanto indicadores de eficacia contrastada en la transmisión de información relevante como mecanismos de acceso de

los interesados a dichos indicadores. En algunos casos, el acceso a la información es libre, mientras que, cuando se trata de información más elaborada y sofisticada, puede accederse a ella mediante un precio. La cuestión de los costes de acceso a la información y el interés de ésta para los agentes del mercado ha sido y es también objeto de estudios teóricos y empíricos de interés.

Para cerrar este apartado relativo a la formación de expectativas en los mercados financieros pueden enfatizarse los elementos clave que se han descrito, que son: el hecho de que los mercados sean *forward-looking*, el interés consecuente de los mismos por todo elemento informativo que ayude a predecir el futuro y la dificultad de procesar toda la información que puede considerarse de interés.

## **V. CONSECUENCIAS QUE PARA LA ECONOMÍA REAL PUEDEN DERIVARSE DE LA SITUACIÓN Y FUNCIONAMIENTO ACTUAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**

En los apartados anteriores se ha tratado de sintetizar los aspectos que se consideran más relevantes de la evolución, situación actual y proceso de formación de expectativas en los mercados financieros. Podemos ahora tratar de explicar las consecuencias que todo lo anterior puede tener para el funcionamiento de la economía real.

Los comentarios a este respecto pueden recogerse alrededor de tres ideas, cada una de las cuales se corresponde con alguna de las facetas que se han puesto de manifiesto en los apartados anteriores. La primera hace referencia a la estabilidad del sistema financiero global; la segunda, a la posibilidad de que la formación de expectativas no produzca a corto plazo los resultados esperables, y la tercera, tiene que ver con el margen de maniobra de los gobiernos para llevar a cabo su política económica.

### **1. Los mercados y la estabilidad institucional**

La entrada de agentes en los mercados financieros, de manera más ágil que en el pasado, ha tenido como consecuencia, ya señalada, la desintermediación financiera. Al mismo tiempo, se han producido las condiciones adecuadas para que los intermediarios financieros accedan a los mercados no sólo en su papel de intermediarios, sino tomando posiciones por cuenta propia, con grandes volúmenes de recursos. La aparición de nuevos productos financieros y la posibilidad de cambios casi instantáneos en las posiciones en la búsqueda de rentabilidad han animado esta actividad.

Este desarrollo, correspondiéndose con merca-

dos cuya respuesta en períodos de crisis no es suficientemente conocida, provoca cierta preocupación. En nuestro país comienzan a ser frecuentes las advertencias lanzadas desde entornos próximos al Banco de España respecto de los peligros de excesos en esta actuación. En efecto, mientras los intermediarios financieros actúan por cuenta de sus clientes, resultados negativos afectan a estos clientes y no dañan la estabilidad del sistema bancario. Sin embargo, ejemplos recientes ponen de manifiesto la facilidad con que, si el control no es muy riguroso, unos pocos operadores en estos mercados pueden poner en peligro la viabilidad de determinados bancos, lo que, en un sistema basado fundamentalmente en la confianza en las instituciones financieras, puede transmitirse con rapidez de unas instituciones a otras. Aunque, afortunadamente, no se ha producido todavía ninguna experiencia suficientemente grave en este sentido, el efecto potencial de una crisis en el sistema financiero sobre la economía real no necesita ser enfatizada. En palabras de Sánchez Asiaín (1988), «la cuestión a debatir es si esa mejoría indudable de la eficiencia, con todos sus componentes, no está dando lugar, a su vez, a una mayor fragilización de las estructuras financieras a escala mundial, es decir, a una pérdida de solidez y capacidad de resistencia».

Ciertamente, el temor que se expresa en el párrafo anterior no es achacable directamente a los mercados financieros. Sin embargo, sí es consecuencia del desarrollo que los mismos han alcanzado y de las condiciones que en ellos imperan. Por tanto, es importante que la cautela que a este respecto parecen mostrar las autoridades monetarias se constituya en garantía de estabilidad del sistema.

### **2. La corrección en la formación de expectativas**

La gran integración lograda por los mercados financieros obliga a considerar la cuestión de si la formación de expectativas responde o no a las características que teóricamente se le atribuyen. Apoyándonos sobre la descripción del proceso que se ha realizado con anterioridad, no puede negarse que, sobre la base de la información disponible, el proceso final de formación de precios parece contener una elevada proporción de subjetividad. Y es natural que esto suceda, ya que la evaluación de la información obtenida es algo que ninguna técnica cuantitativa puede realizar. De la misma manera, es normal que sean los especialistas en estas cuestiones quienes tomen la iniciativa en la evaluación. Es preciso haber trabajado durante algún tiempo con cualquier conjunto de información para poder obtener la intuición de cuál es el mensaje que se desprende de ella. Por esta razón, las personas más avezadas en el funcionamiento de los mercados y más próximas a ellos deben ser sin duda quienes lideren el proceso de formación de precios. La cita de

un texto de macroeconomía reciente puede ser útil: «Para que existan expectativas racionales es suficiente que unos pocos agentes estén bien informados como para comportarse de esta manera... En los mercados financieros, todo lo que se requiere son agentes profesionales bien informados y con los recursos suficientes como para forzar que los precios terminen por igualar sus expectativas. Aquellos consumidores menos informados aceptan las cotizaciones de los mercados porque saben que en promedio son correctas, aunque nunca sean completamente exactas» (Wyplosz y Burda, 1994). La forma en que los mercados se comportan parece indicar, en efecto, que éste es el caso. Existe, en la mayor parte de las ocasiones, un importante seguimiento en la actuación de los distintos mercados, preocupándose cada uno de ellos de la evolución en el resto. Incluso se estudia ya si el cierre de los mercados durante las horas nocturnas tiene algún efecto sobre la volatilidad de los precios en las primeras horas de apertura.

Todo ello parece avalar la noción de que las expectativas son racionales y los mercados eficientes, concentrando toda la información relevante en los precios. No obstante, y a pesar de que en estos mercados el proceso de formación de precios revista una enorme rapidez, siempre existe un período de tiempo en el cual la mayor parte de los agentes están indecisos sobre cómo evaluar los últimos elementos de información conocidos y están, por tanto, a la espera de que los creadores de mercado determinen la dirección en la que van a actuar. Esto da a los creadores de mercado un enorme poder, ya que son sus directrices las que determinan la dirección que los mercados van a seguir. Teniendo en cuenta el importante volumen de especulación que los mercados también permiten, ¿cómo puede uno estar seguro de que los mercados valoran, en el corto plazo, adecuadamente la información? ¿No existe sin duda un amplio margen para que los especuladores puedan forzar los precios en una determinada dirección, aunque se acabe por evaluar adecuadamente la información en un plazo más largo?

En un reciente e interesante trabajo, Bofinger (1995) pone de manifiesto las particularidades de la información en los mercados financieros señalando las diferencias entre la información relevante en distintos mercados. Mientras que en el mercado de la patata la información es, en su mayor parte, información de primer grado, relativa a las necesidades y gustos de productores y consumidores, en el mercado de divisas (que es el que centra su atención) la información utilizada por los agentes es, según el análisis de Bofinger, de tercer grado. Esto es, en los términos gráficos que él mismo utiliza, «cada inversor particular tiene que formar su opinión sobre cuál espera el inversor medio que será la opinión media sobre el tipo de cambio», y continúa afirmando que «de modo general..., no está claro por qué el mer-

cado de divisas debe ser contemplado como un mecanismo eficiente para la determinación de los precios de las divisas de cada país». Su elaboración posterior sobre la importancia de los «puntos focales», que pueden o no ser compatibles con el equilibrio del mercado y que permiten explicar la aparición de burbujas especulativas, contiene a mi juicio una explicación muy plausible de situaciones que, con cierta frecuencia, se perciben en los mercados financieros.

Si el análisis de Bofinger se admite como descriptor del comportamiento de los mercados, no cabe duda de que pone de manifiesto la capacidad de éstos para asignar los recursos de manera no eficiente, lo que puede tener importantes efectos sobre la economía real si esa asignación se mantiene durante algún tiempo. Dado que las expectativas en los mercados son *forward-looking*, un error (voluntario o inducido) en la asignación en un determinado momento de tiempo, continuado durante un período suficientemente largo, genera sus propias expectativas y acaba constituyendo un caso de *self-fulfilling prophecy*, sin que existieran en un principio razones de peso para que lo que ha sucedido sucediera.

Lo que todo esto pretende enfatizar, por tanto, es que los fallos en la formación de expectativas, aunque sean corregidos en el medio plazo, pueden ser costosos para el funcionamiento de la economía real en condiciones de libre movilidad de los capitales.

La especificación de la dinámica macroeconómica ha sido siempre el elemento más débil de la teoría, y su aplicación a mercados tan rápidos en sus reacciones como los financieros exige un análisis más detallado. El corto plazo en cualquier otro mercado, puede ser un plazo muy largo en los mercados financieros y la constatación de que, en un plazo de tiempo prudencial, la situación parece siempre calmarse y volver a posiciones razonables no debe servirnos de consuelo si existe la posibilidad de que, en ese intervalo, los efectos derivados del funcionamiento libre de esos mercados no son óptimos. El proceso de formación de expectativas en los mercados financieros debería estudiarse con más profundidad.

### **3. El margen de maniobra de la política económica**

El siguiente aspecto que puede destacarse es el de la influencia de la liberalización de los mercados de capitales sobre las políticas económicas que los gobiernos pueden poner en práctica.

En nuestro país, puede decirse que se ha producido una popularización de la actuación del sector público sin precedentes en el inmediato pasado. Nunca los presupuestos públicos han contado con

un mayor número de interesados, sea a favor o en contra de los propuestos, como en estos momentos. El ciudadano medio ha comenzado a ser consciente de que el gasto público, si se convierte en déficit, puede tener importantes consecuencias sobre el futuro económico del país. Lo mismo puede decirse de la inflación, que ha pasado a convertirse en una variable de referencia continua por parte de cualquier ciudadano; y esto no, como ha sucedido siempre, en tanto que queja de los consumidores sobre los precios cada vez más altos, sino con la percepción de que se trata de una variable cuya evolución puede determinar si la economía va a avanzar en una buena o menos buena dirección. El hecho de que no se comprenda del todo bien la relación entre estas variables y otras más tangibles, como la seguridad de cada uno en el puesto de trabajo o el futuro de sus ahorros, no cambia el hecho básico que se trata de poner de manifiesto. Lo mismo puede decirse de la noción de competitividad que está en estos momentos en la boca de cualquier ciudadano, a pesar de ser una palabra de difícil pronunciación.

De nuevo, la razón próxima de esta preocupación se centra, en España, en la necesidad de convergencia con Europa para poder entrar a formar parte de la Unión Europea. Sin embargo, como ya se ha señalado, a nadie se le escapa que lo que la Unión Europea pretende es establecer unas reglas del juego comunes en el conjunto de los países que la conforman, con objeto de permitir a todos ellos competir adecuadamente en el conjunto económico mundial. La adhesión de España a la Unión Europea se percibe así como una manera clara de disciplinar la economía de nuestro país, reduciendo los desequilibrios básicos que la misma presenta.

En todos estos aspectos, la mirada colectiva se centra en la actuación del sector público. Y es que en España, como en la mayor parte de los países occidentales, el sector público se ha constituido a lo largo de los años en el principal agente económico, alcanzando una capacidad de gasto cercana al 50 por 100 del PIB total de la economía. Sus actuaciones, por tanto, tienen un importante peso sobre la evolución económica de nuestro país, en tanto que agente económico directo y en tanto que regulador y controlador de la actuación del resto de los agentes. La política económica emprendida por un gobierno está, por esta razón, en el punto de mira de todos los agentes económicos.

Podemos también observar que, por lo que se deduce de sus declaraciones públicas, los ministros de economía de todos los países tienen en estos momentos como prioridad importante no sólo establecer las líneas fundamentales de la política económica, sino tratar de convencer a los agentes económicos, y en particular a los mercados financieros, de que pretenden colocar a la economía de su país en una senda que aquéllos valoren positivamente.

Se pone así de manifiesto tanto el interés que los

mercados financieros sienten por la evolución económica de cualquier país como las restricciones que sobre ésta pueden imponer. Dado que en los mercados financieros se toman las decisiones sobre financiación de inversiones en cualquier lugar del mundo, éstos pueden imponer condiciones sobre las políticas económicas que los gobiernos deben impulsar si desean mantener a sus países en una senda de crecimiento adecuada (lo que por otra parte es una exigencia cada vez más generalizada de la ciudadanía). En particular, puede decirse que la negativa evaluación de los mercados financieros ha sido determinante en el inicio de la reducción de los déficit públicos acumulados en los últimos años por una buena parte de los países industrializados. Es evidente que, en estas condiciones, los gobiernos de los distintos países deben poner en práctica políticas aceptadas por los mercados si quieren que su país sea capaz de atraer inversiones que permitan un buen desarrollo de su actividad.

Pero no basta con enunciar políticas económicas que los mercados vean con buenos ojos. Las políticas deben además ser creíbles para que los mercados las acepten. Por tanto, políticas que no se estimen capaces de conseguir los objetivos señalados serán penalizadas por los mercados y los países que las sigan deberán pagar primas de riesgo que pueden ser elevadas para tranquilizar a los inversores. La cuestión de la credibilidad de la política económica, muy a menudo mencionada, está en la base del interés de los mercados financieros por los desarrollos que se producen en el mundo político, y es la razón de que noticias aparentemente no relacionadas con ellos pueden tener un fuerte efecto sobre los mercados.

Si bien es cierto que en ocasiones es difícil entender la sensibilidad que los mercados financieros muestran hacia algunas de estas noticias, no puede negarse que las reacciones se producen con gran fuerza y rapidez. Cualquier noticia que pueda poner en duda la capacidad de los responsables de llevar adelante la política económica anunciada (y considerada aceptable) es valorada negativamente por los mercados financieros y, si aquélla coincide con un momento de cierto nerviosismo, puede tener un efecto más duradero sobre la economía de que se trate.

El círculo se cierra si consideramos que los mercados son, en general, defensores de políticas económicas ortodoxas que puedan colocar a los países en sendas de crecimiento estables, con particular énfasis en el control de la inflación. Todo ello nos lleva a la conclusión de que, en un contexto de movimientos de capitales libres, el margen de manobra que los gobiernos tienen para la puesta en marcha de su política económica es muy estrecho. Las actuaciones del sector público en materia económica han de ser compatibles con lo que los mercados financieros consideran la dirección adecuada. De lo contrario, el país se verá penalizado en la dis-

ponibilidad de capitales. Por otro lado, si sus políticas no son consideradas creíbles por los mercados, todos los esfuerzos serán inútiles. No basta con que se anuncien políticas ortodoxas; se debe además conseguir convencer a los mercados de la posibilidad de llevarlas adelante.

Sin embargo, el crecimiento del sector público ha venido en gran medida determinado por otras razones. La existencia de fallos de mercado en la provisión de bienes necesarios para el bienestar de los ciudadanos está en la base del tamaño que el sector público ha adquirido en muchos países occidentales. La actual situación de bienestar colectivo que se experimenta en muchos de los países occidentales no puede explicarse sin la actuación del sector público. La existencia de capital humano preparado no es sino la consecuencia de la inversión que los países han realizado, a lo largo de los años, en educación, sanidad, etc. La accesibilidad a los mercados exteriores implica una importante inversión pública en infraestructuras.

La redistribución de la renta que se produce a través de la actividad pública ha de financiarse a partir de impuestos o contribuciones de los trabajadores. La solidaridad colectiva alcanzada en los países de más antigua industrialización supone, asimismo, la existencia de mecanismos de cobertura de necesidades primarias para todos los ciudadanos, lo que supone un importante volumen de transferencias llevadas a cabo en la mayor parte de los casos por el Estado.

La financiación del Estado de bienestar y de la política pública de redistribución no ha sido ajena en los últimos años a los déficit públicos que los estados industrializados han acumulado, aunque desde luego no han sido su causa única. La reconsideración del tamaño y eficiencia del sector público y de la financiación del Estado de bienestar son cuestiones que deben debatirse en profundidad dada su enorme importancia. Pero ese debate no se hubiera producido quizá en estos momentos si no existiera la conciencia clara de las restricciones que los mercados financieros, a partir de la liberalización de los

movimientos de capitales, pueden imponer sobre la puesta en marcha de determinadas políticas económicas. Esto va a exigir la reconsideración de algunas de las pautas de comportamiento que se habían considerado establecidas durante años. Es ésta una cuestión de enorme importancia que no debe ignorarse cuando se analiza la relación que, en su estado actual, mantienen la economía real y la economía financiera y que se constituye en uno de los retos más importantes hacia el futuro.

## VI. A MODO DE CONCLUSIÓN

---

El recorrido que se ha realizado sobre algunos de los aspectos que han de considerarse en las relaciones entre la economía real y la economía financiera ha puesto de manifiesto que, si bien en muchos casos la alarma que se experimenta por la aparente disociación entre ambos no responde a causas reales, existen, sin embargo, cuestiones derivadas de la situación actual de los mercados financieros que pueden tener consecuencias importantes sobre el desarrollo de la economía real y que obligan a cambiar la perspectiva de los ciudadanos sobre algunos de los aspectos más importantes de su comportamiento como agentes económicos.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BENGOECHEA, ARRIAGA y ERRASTI (1995), *Riesgos y oportunidades de los derivados*, Fundación BBV.
- BOFINGER, P. (1995), «Después de la tormenta: una plataforma inestable para la integración monetaria europea», *Situación*, Servicio de Estudios, BBV.
- SÁNCHEZ ASIAÍN, J. A. (1988), «El progresivo divorcio entre el mundo real y el mundo financiero», *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, núm. 65.
- WYPLOSZ Y BURDA (1994), *Macroeconomía, un texto europeo*, Ariel Economía.