

correcta en el trato, más accesible, en suma, si bien es cierto que ello se ha producido de manera paralela al incremento de los costes de cumplimiento en sus diversas variantes, como antes vimos.

Finalmente, el libro de manera conclusiva trata de hacer un balance sin adentrarse en prospectiva. Dada la información existente y el análisis realizado podría haberse hecho introduciendo todas las cautelas y matices necesarios. El balance es positivo, se nos dice, y tal afirmación es obvia después del exhaustivo análisis crítico realizado. El Estado de Bienestar, con todas sus limitaciones y contenciones sigue presente, apoyado por los ciudadanos, y su sostenimiento ha generalizado la contribución del impuesto sobre la renta. La moral fiscal ha mejorado, sin duda, pero la crítica popular al sistema tributario en lo referente a su equidad y a la existencia del fraude es una realidad que no es sino una desilusión financiera con profundas raíces históricas.

Hoy estamos en una transición fiscal recién iniciada y cuyo impacto empieza a ser valorado por los ciudadanos de forma muy distinta en función de su ideología política, como el trabajo en cuestión pone de manifiesto. En todo caso, las investigaciones posteriores tendrán que clarificar con detalle dos aspectos concretos: por una parte, si las actuales reformas fiscales, que frenan la presión de la fiscalidad directa sobre la renta, van a ser una fuente de justicia tributaria o una vía de redistribución negativa de la renta y, por otra, si la contención y reducción de la carga tributaria aquí y en países de nuestro entorno, supondrá una merma en los compromisos tradicionales del Estado de Bienestar con las aspiraciones ciudadanas y, en consecuencia, la introducción de mecanismos privados de financiación del gasto. Tales son, entre otros, algunos de los interrogantes que el libro deja abiertos y en el que el lector encontrará muchas claves para el debate sobre el futuro del sistema fiscal.

**Gregorio Rodríguez Cabrero**  
*Catedrático de la Universidad de Alcalá*

**“El ahorro y los mercados financieros. Situación actual y perspectivas”**, Analistas Financieros Internacionales y DFC; Editorial Bolsa de Madrid, Madrid, 2000; 462 páginas.

En los últimos años han aparecido tanto en nuestro país como en los de nuestro entorno numerosos libros y publicaciones que analizan la importancia y características del sistema financiero en una economía moderna. Numerosas razones explican esta proliferación de la literatura sobre las entidades y mercados financieros. En primer lugar, el análisis económico convencional ha dejado de “ignorar” la importancia del sistema financiero en la explicación de los fenómenos económicos. Las decisiones financieras de los agentes económicos tienen una incidencia significativa en la evolución de las macromagnitudes reales. En segundo

lugar, los profundos cambios acontecidos en la estructura y regulación del sector financiero han despertado el interés de muchos estudiosos, ya que se trata de un buen ejemplo para el análisis de cómo afectan los procesos de liberalización y globalización a los diferentes sectores económicos. Asimismo, no se puede olvidar el impacto de las recientes crisis monetarias y financieras internacionales, que ha concedido una creciente importancia al papel de los sistemas financieros en el proceso de crecimiento y desarrollo económico.

En este contexto, toda obra rigurosa y actualizada que analice el fenómeno financiero debe ser bien recibida por los interesados en el tema. Este es el caso del libro recientemente publicado por la Bolsa de Madrid y elaborado por Analistas Financieros Internacionales y DFC, texto que es objeto de la presente reseña. La obra en cuestión estudia en profundidad los cambios en la estructura del ahorro e inversión financiera de los agentes económicos de nuestro país, que han dado lugar a un fuerte impulso a los mercados monetarios y de capitales españoles, y que tienen numerosas implicaciones sobre nuestro sistema financiero y económico.

El libro se estructura en cuatro módulos y partes que, en su conjunto, ofrecen una completa visión de la estructura del ahorro en nuestro país y de los factores que explican las inversiones financieras de los españoles, haciendo hincapié en los productos de los mercados financieros y, especialmente, en los de las Bolsas de Valores. La utilización de las vertientes tanto teórica como práctica y empírica a lo largo del análisis enriquece el contenido del texto. El prolífico y generoso uso de datos, cuadros y gráficos a lo largo del texto facilita al lector la comprensión de algunas de las cuestiones analíticas más complejas. El estudio resulta, asimismo, más interesante para el lector gracias a las útiles comparaciones internacionales que se acometen. Tal vez habría resultado de utilidad –aunque quizá muy exigente dada la exhaustividad del libro–, establecer vínculos más claros –que de por sí existen–, entre los diferentes bloques temáticos del texto. Precisamente en cada uno de ellos se subrayan los factores clave, a saber, la importancia adquirida por los mercados, el papel del ahorro familiar y la presencia creciente de la renta variable en los flujos financieros. Aún así, y sin que suponga poner ninguna objeción a la obra, se echa en falta unas conclusiones claras que sintetizen lo tratado en los diferentes bloques y en el conjunto del libro, que facilitara al lector una visión global, al terminar de leer el mismo.

El análisis económico del ahorro, al que se dedica el primer bloque, nos permite comprobar que las tendencias que presenta esa variable en nuestro país son muy similares a las de los países de nuestro entorno. Por un lado, la tasa de ahorro bruto de los últimos años es sustancialmente inferior a la existente a principios de los setenta, a pesar del mayor dinamismo que presentó el ahorro privado en los años centrales de la última década. Asimismo, es destacable el intenso cambio en el ahorro de las Administraciones Públicas a partir de 1995. La evidencia empírica también pone de relieve el carácter sustitutivo entre el ahorro privado y el de las Administraciones Públicas.

El repaso a los determinantes del ahorro, aspecto

central del primer bloque de la obra, analiza la incidencia del crecimiento económico, de la presión fiscal, de los tipos de interés y de otras variables socioeconómicas fundamentales. Dentro de estas últimas, se hace especial hincapié en los efectos de los cambios demográficos sobre la reciente evolución del ahorro. El envejecimiento de la población puede afectar positivamente al ahorro familiar, porque las rentas provenientes del trabajo son la fuente principal de los ingresos de las economías domésticas y el salario crece con la edad. El análisis se apoya en un modelo econométrico que estima la tasa de ahorro bruto a partir de distintas especificaciones funcionales, según el grupo de variables comentadas. Las proyecciones resultantes de los diferentes modelos indican una cierta tendencia al alza en el ahorro bruto.

El segundo de los bloques del libro se dedica al análisis de la configuración del sistema financiero español y del impacto del proceso de desintermediación financiera sobre el mismo. Se estudian con detalle las transformaciones en el sector financiero español, con un aumento marcado en el peso de los flujos financieros canalizados a través de los mercados de capitales, en detrimento de los flujos tradicionales de los intermediarios bancarios. La aparición e intensa expansión de los inversores institucionales –en particular, los fondos de inversión–, ha sido el elemento más característico del proceso de desintermediación español de la década de los noventa.

Es en este nuevo marco del sistema financiero donde se enmarca la principal pregunta que nos ocupa: ¿cómo evolucionará la demanda y oferta de valores en los mercados financieros? Para poder ofrecer alguna luz sobre las tendencias en la demanda y oferta de instrumentos financieros, se acomete un estudio sobre el reciente comportamiento financiero de las familias y las empresas. Esta aportación resulta fundamental, dado que la literatura financiera reciente atribuye al ahorro del sector privado, y en particular de los hogares, un papel crucial en la distinta configuración a escala internacional de los sistemas financieros, de la distribución del riesgo entre los agentes económicos y de las funciones que han de desempeñar los intermediarios y los mercados. Una batería de determinantes y teorías sobre el ahorro familiar es contrastada empíricamente a lo largo del capítulo 3 de este segundo bloque. La teoría del ciclo vital es el eje fundamental de este análisis. Asimismo, como factor determinante de los destinos financieros del ahorro financiero de las familias españolas en los últimos años se encuentra la fiscalidad, que ha discriminado (y continúa discriminando, aunque en menor medida) en favor de productos como los fondos de inversión o los productos de previsión. Por su lado, se pasa revista a las diferentes modalidades y enfoques teóricos sobre la estructura financiera de las empresas –cuestión de vital importancia en la investigación en finanzas–, extrayendo implicaciones para el caso de la empresa española. La tendencia más acusada en la financiación empresarial de los últimos años en nuestro país ha sido el aumento del recurso a la autofinanciación (ahorro de las empresas) y la pérdida de peso relativo de los recursos ajenos con coste. En todo caso, existen diferencias en el comportamiento financiero de las empresas según su dimensión, reduciéndose las posibilidades de acceso a los

mercados financieros conforme disminuye el tamaño empresarial. Asimismo, resulta de interés el estudio de las posibilidades de financiación empresarial a través del capital–riesgo y de los “nuevos mercados” que están apareciendo en los últimos años. El análisis empírico de la actitud de las empresas españolas ante la Bolsa se ha acometido a partir de unas encuestas que se realizaron entre una amplia muestra de las mismas.

Si hay algún elemento del sistema financiero que merezca una especial atención en los últimos años, ese es el mercado bursátil. Un vistazo a los principales indicadores estructurales de este mercado –dimensión, internacionalización, institucionalización de la inversión, liquidez– nos da claras muestras del intenso proceso de cambio, crecimiento y modernización del mismo en nuestro país. Precisamente por ello, el tercer bloque o módulo del libro se dedica al análisis de los mercados de capitales y a la actitud del ahorro familiar ante la renta variable. Uno de los principales cambios de la estructura del ahorro de las familias ha sido el trasvase de recursos desde los productos típicamente bancarios hacia instrumentos de inversión colectiva y acciones directas.

La aplicación de las teorías y técnicas de finanzas para estudiar lo acontecido en los mercados bursátiles españoles supone el grueso de este capítulo, y se puede afirmar, que se trata también de la principal aportación de casi todo el libro. En las últimas dos décadas la literatura financiera se ha enriquecido con numerosos trabajos teóricos y modelos contrastables, algunos de los cuales –como el convencional binomio rentabilidad–riesgo– son contrastados en este capítulo para el caso español. En este contexto, el aumento de las posibilidades de operar en Bolsa para familias y empresas, la cada vez mayor cultura financiera de los inversores y la creciente institucionalización e internacionalización de nuestras Bolsas son los ejes fundamentales en el amplio contenido de este tercer módulo. Los tres últimos capítulos de este bloque se dedican a otras tantas cuestiones específicas (y novedosas) de los mercados de capitales españoles: la evaluación de la gestión y la medición de los resultados de los inversores institucionales, la diversificación internacional de las carteras de las familias españolas y el estudio de las implicaciones de las salidas a bolsa de empresas. En este sentido, resulta destacable la aportación de diversos escenarios para las decisiones financieras de familias y empresas, tales como el riesgo de inversiones en diferentes sectores o la conveniencia de cotización en bolsa, respectivamente.

El cuarto y último módulo de la obra se dedica a la comparación internacional de las tendencias en el ahorro y en los flujos de los mercados financieros. En este último bloque se presenta un amplio estudio de las diferencias institucionales y estructurales de los mercados monetarios y de capitales anglosajones con respecto a los de Europa continental (Alemania, Francia y España). El bloque se cierra con unas interesantes proyecciones y predicciones sobre el ahorro en los principales sistemas financieros. Uno de las conclusiones más novedosas –y optimistas– de esta obra es que, en el presente contexto financiero crecientemente globalizado, resultará extraordinariamente voluminoso el ahorro internacional que se destinará a España por

parte de los inversores de los principales países occidentales hasta el año 2010. Ello permitirá aumentar sustancialmente la importancia cuantitativa y la capitalización de las bolsas españolas.

El libro se cierra con dos apéndices y con una amplia y completa bibliografía tanto teórica como empírica que resultará de gran utilidad para aquel lector interesado en profundizar en las cuestiones relativas al ahorro y a los mercados financieros.

En definitiva, en este volumen de Cuadernos de Información Económica dedicado al Ahorro, resulta especialmente oportuna la recensión de una obra de las características de las que se han comentado. Sin duda alguna, es una obra de gran interés para los estudiosos

del sistema financiero y, en particular, para aquellos analistas de entidades financieras que necesitan disponer de una evaluación amplia y rigurosa de cuáles van a ser las tendencias en el ahorro de los españoles y sus posibles destinos. En particular, se cubre con amplitud el estudio de las condiciones futuras de demanda y oferta de títulos en nuestro país, un aspecto vital para intensificar el desarrollo de los mercados financieros españoles, en un contexto crecientemente globalizado y de competencia por la captación del ahorro con los sistemas financieros de otros países de nuestro entorno.

**Santiago Carbó Valverde**