

También considera una temeridad la forma en que la moderna teoría de las finanzas estudia los mercados financieros a partir de la matemática de las probabilidades y la estadística; como matemático coincide con la ortodoxia de que el riesgo es medible y manejable, pero los supuestos de que los cambios en los precios son estadísticamente independientes y se distribuyen normalmente, llevan, pese a los perfeccionamientos en los modelos, a consecuencias muy serias en los mercados. Tanto el planteamiento de Markowitz: ¿cuál es el riesgo de una cartera?, como el de Sharpe: ¿cuánto vale un activo?, el de Scholes: ¿cuánto vale el riesgo?, y los perfeccionamientos de Merton, padecen las mismas debilidades a las que Mandelbrot trata de presentar alternativas.

Las cinco reglas de Mandelbrot son:

— Los mercados son arriesgados: oscilaciones extremas en los precios son normales en los mercados financieros, no aberraciones que pueden ignorarse; los movimientos no siguen las dulces curvas de campana gaussianas, sino que toman durante períodos significativos formas más violentas.

— Los problemas vienen agrupados, de manera que a una situación problemática puede seguir no una vuelta al equilibrio corregida por el mercado, sino otra situación peor. Los precios frecuentemente se comportan a saltos, en la forma en que funciona una maquinaria, en el proceso continuo que sirve de principio para la construcción de modelos.

— Los mercados tienen una personalidad, de manera que determinados comportamientos no siguen las reglas de causa-efecto, ni son explicables por variables externas, sino por el propio funcionamiento de los mercados; estos mecanismos internos son muy peculiares y pueden durar y marcar tendencias aunque las condiciones objetivas externas cambien (hay tendencias bajistas o alcistas difíciles de explicar en el mercado de acciones).

— Los mercados confunden y crean espejismos en forma de estadísticas y gráficos que dan la sensación de poder ser predecibles; las burbujas y crisis son inherentes a los mercados, pues son las consecuencias inevitables de la necesidad humana de encontrar modelos o formas de comportamiento donde no los hay y tomar decisiones sobre los mismos. El propio Mandelbrot construye modelos matemáticos que generan gráficas, a través de un proceso puramente aleatorio, que parecen mostrar tendencias y ciclos.

— El tiempo del mercado es relativo. Los profesionales del mercado a menudo hablan de un mercado “rápido” o “lento” dependiendo de cómo juzgan la volatilidad en cada momento. Esto hace que la toma de decisiones de vender o comprar se ejecute con mayor facilidad cuando el mercado lleva un tiempo “normal”. Si no, grandes pérdidas y beneficios se concentran en períodos cortos de tiempo.

En los capítulos 8, 9 y 10 se desarrolla una idea de gran interés para los mercados financieros: la existencia de un fenómeno llamado “ley de potencia” que pone de manifiesto la posibilidad de fenómenos acumulativos que conducen a concentraciones y desajustes acumulativos.

Esta ley potencial fue expresada por Mandelbrot en un estudio que realizó en los años sesenta sobre el precio del algodón, que presentaba un comportamiento completamente aleatorio, sin regularidades observables, con caídas y subidas muy bruscas, y sin que la situación institucional de regulación o no fuera explicativa. Es una serie muy volátil donde, además, la volatilidad cambia en el tiempo. Mandelbrot observó que, a partir de determinadas situaciones, se producían subidas o bajadas muy frecuentes, como si las decisiones se movieran por una inercia o potencia interna.

La ley potencial conduce a desequilibrios en muchos campos de la vida; es una forma de entender, por ejemplo, la concentración de la renta y la riqueza que llevó a Pareto a considerar la desigualdad como algo inevitable, concediendo muy pocas posibilidades a hacerse rico, y crecientes a acumular exponencialmente a partir de una cantidad determinada; las crecidas del Nilo, la lluvia en Nueva York, han sido tratadas con esta teoría para calcular las dimensiones de seguridad de una presa o las necesidades de almacenamiento de agua.

Es imposible recoger en una reseña la riqueza de este o cualquier libro de Mandelbrot. Los lectores que sientan interés por el “cisne negro” de Taleb, y su variopinta y barroca incursión en el análisis de los mercados, encontrarán un contrapunto al ver las mismas ideas, en sus principios y fundamentos, ordenadamente expuestas en el libro de Mandelbrot.

Concluimos con dos ideas suyas. Una (pág. 252), nos dice que en los mercados financieros el motor principal no es el valor o el precio sino las diferencias de precios; no las medias, sino los valores que resultan del arbitraje. Esto se ve actualmente en la valoración de activos que han sido bien calificados por las agencias de *rating* y, que de hecho, no presentan riesgos de insolvencia, pero que, por las circunstancias del mercado, carecen de liquidez y sufren en sus valoraciones de mercado. La otra idea, expresada, de una manera muy intuitiva, cómo debemos enfocar el estudio de probabilidad. Nos dice (pág. 24) que, de la misma forma que los barcos no se diseñan para el 95 por 100 de los días en que el tiempo es clemente, sino para el 5 por 100 en que hay fuertes tormentas, los financieros e inversores deberían trabajar pensando, no en las medias, sino en los extremos.

Gumersindo Ruíz
Universidad de Málaga

El sector de cooperativas de crédito en España. Un estudio por comunidades autónomas,

de Luis Jesús Belmonte Ureña, Consejo Económico y Social de Andalucía, Sevilla, 2007, 384 págs.

El sistema bancario español está compuesto por banca privada, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. No han sido frecuentes ni prolijos los estudios sobre este último tipo de entidades, compuesto por cajas rurales, cajas profesionales y cajas populares. Una posible justificación para ese cierto “olvido” de los

estudiosos ha sido la sustancialmente menor importancia cuantitativa de esas entidades si se compara con bancos y cajas de ahorros. Sin embargo, la evolución competitiva de las cooperativas de crédito en los últimos quince años, les ha permitido ganar cuota de mercado en depósitos y en créditos. Tanto las cajas de ahorros como las cooperativas de crédito lo han hecho a costa de la banca privada en ese período. Hoy en día, las cooperativas de crédito representan más del 5 por 100 del sistema bancario español, pero en algunas comunidades autónomas (Andalucía, Castilla-La Mancha, País Vasco, Valencia, entre otras) ese porcentaje y el correspondiente protagonismo de las cooperativas de crédito son bastante mayores a la media nacional.

Estos grandes cambios competitivos de las cooperativas de crédito convierten al libro que nos ocupa en una obra oportuna y de interés. Como, además, el autor —profesor de universidad, que además ha tenido importantes responsabilidades de gestión en una cooperativa de crédito— realiza el libro a partir de los estudios que le llevaron a su tesis doctoral, se puede afirmar que el rigor y la profundidad del tratamiento de los temas es elevado.

El punto de partida del libro es el análisis de los cambios que se han venido produciendo en el entorno financiero nacional, que afectan por igual a los tres tipos de intermediarios: bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Concretamente, se trata de estudiar cual es la respuesta estratégica de las entidades de depósito ante un nuevo escenario financiero marcado por la creciente globalización de las economías, el aumento de la competencia, la sucesión de procesos de concentración, la estandarización de los productos y servicios bancarios y el aumento de la exclusión financiera. La estructura de la monografía, dividida en dos partes claramente diferenciadas, contiene una introducción, cuatro capítulos principales y un apartado de conclusiones que manifiesta la vocación didáctica de este trabajo. En la introducción, el profesor Belmonte sintetiza los principales objetivos, fuentes estadísticas, hipótesis, metodología y aportaciones de su tesis doctoral, que nutren el contenido posterior del volumen.

La primera parte de la obra, que consta de tres capítulos, analiza el papel de las cooperativas de crédito europeas en el seno del sistema bancario europeo. Así, el capítulo uno parte de la justificación de la necesidad de la actividad financiera de la industria bancaria, de la que las cooperativas de crédito forman parte y efectúa un breve repaso de los cambios normativos que han afectado al sector, la importancia de sus participantes, así como de la evolución de las principales cuotas de mercado de los tres tipos de intermediarios. El capítulo dos analiza, con mucha más profundidad, los aspectos institucionales, conceptuales y legales de las cooperativas de crédito en España. Asimismo, se lleva a cabo un análisis descriptivo de los principales datos económicos del sector en España. El capítulo tres se dedica a una interesante síntesis del papel de las cooperativas de crédito en Europa, en Estados Unidos y en el resto del mundo. La principal conclusión a la que parece llegar el autor en esta primera parte, tras analizar las estrategias de cada tipo de entidad en cuanto a red de sucursales, distribución de sus recursos humanos, clientela objetivo y dispersión geográfica, es que las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito se caracterizan por su finalidad no lucrativa, por crecer en

sucursales y en empleados, por utilizar preferentemente canales de distribución al por menor y por actuar en un ámbito geográfico marcadamente regional o provincial. Según el profesor Belmonte, esta forma de hacer banca es la que está provocando la pérdida de hegemonía de las entidades bancarias en sentido estricto, en pro de las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito.

La segunda parte de la obra está compuesta por el capítulo cuatro y en ella, tras realizar un estudio de la eficiencia del sector de cooperativas, mediante la aplicación del Análisis Envolvente de Datos (DEA), se ofrece una reflexión sobre la importancia de la eficiencia a la hora de contrarrestar el incremento de la competencia, en un mercado cada vez más globalizado, en el que los productos y servicios son cada vez más estándar. La principal contribución de este ejercicio empírico es haber tenido en cuenta la propia naturaleza de las cooperativas de crédito a la hora de explicar las divergencias que estas presentan con el resto de entidades financieras, ya que ofrece un útil e interesante análisis de su eficiencia desde dos puntos de vista: uno tradicional, que habitualmente se usa en las comparaciones del sector financiero, y otro ampliado, que tiene en cuenta el negocio particular de las cooperativas de crédito. El autor constata que los procesos de concentración que se han producido en el sector han venido de la mano de mejoras de eficiencia, al tiempo que se acometían proyectos de inversión más ambiciosos. En teoría, según el profesor Belmonte, se trata de un resultado esperable, ya que una concentración empresarial permite una mejor reorganización productiva, lo que ha contribuido a optimizar la estructura de costes y la diversificación geográfica del negocio.

El libro se cierra con unas conclusiones, en línea con lo comentado anteriormente, así como con unos útiles anexos estadísticos y una amplia bibliografía. En suma, se trata de una obra rigurosa y oportuna para conocer en profundidad el sector de cooperativas de crédito de nuestro país, un actor con frecuencia olvidado por lo analistas del sistema financiero.

Santiago Carbó Valverde

Universidad de Granada y FUNCAS

El rendimiento del capital humano en España,

de José Manuel Pastor, José Luis Raymond, José Luis Roig y Lorenzo Serrano, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, Valencia, 2006, 230 págs.

El presente libro analiza uno de los temas cruciales que tiene planteada nuestra sociedad: ¿es rentable la inversión en capital humano? La respuesta a esta pregunta debería ser la guía de las políticas educativas públicas. Este estudio pretende responder a esta cuestión desde una perspectiva aplicada y sobre la base de datos españoles, lo que le confiere este doble interés.

El libro se encuentra estructurado en cinco capítulos más el de conclusiones. El primero de ellos analiza la dotación de capital humano de España y sus regiones y lo contextualiza en el en-