«Estrategia en la nueva industria de plazas financieras: una propuesta para Bilbao»

El presente trabajo aborda, en primer lugar, los distintos enfoques del estudio de los factores de competitividad en la industria de plazas financieras. Más adelante se propone superar el concepto tradicional de "plaza financiera", sustituyéndolo por una visión más amplia que se plasma en la definición de "plaza económico-financiera", más adecuada para plazas de carácter regional. A continuación se pasa revista al proceso de cambio en que la economía y la industria de plazas financieras, en el nuevo contexto de globalización creciente y de la "nueva economía del conocimiento", están inmersas en la actualidad. Finalmente se expone de manera resumida una arquitectura estratégica novedosa y adecuada para una plaza de carácter regional como Bilbao, teniendo en cuenta sus especificidades. Las plazas financieras tradicionales, y particularmente las de carácter regional, están obligadas a realizar movimientos estratégicos y esfuerzos creativos intensos.

Idazlan honek, lehendabizi, finantza hirien industriako lehiakortasun alderdiak aztertzeko unean dauden ikuspegi ezberdinak landu ditu. Ondoren, orain arte erabili den "finantza hiriaren" kontzeptua gainditzea proposatu du, beraren ordez, ikuspegi zabalagoa eskaintzen duen "ekonomi eta finantza hiriaren" izendapena erabiltzeko, eskualdeko izaera duten hirientzat egokiagoa delako. Jarraian, ekonomia eta finantza hirien industria, globalizazioa areagotzeko eta "jakintzaren ekonomia berriaren" testuinguru berrian, gaur egun ezagutzen ari diren aldaketa prozesua aztertu da. Azkenik, Bilbokoa bezalako eskualde izaerako hiri batentzat, beraren berezko ezaugarriak kontuan hartuta, berria eta egokia den estrategi arkitektura bat labur azaldu da. Ohiko finantza hiriak, eta bereziki eskualde izaerakoak, behartuta daude estrategi mugimenduak eta sormen ahalegin handiak egitera.

This article looks first at the different approaches to the study of factors for competitiveness in financial marketplaces. It goes on to propose that the traditional concept of "financial marketplace" be replaced by the broader concept of "economic and financial marketplace", which is better suited to regional marketplaces. It then reviews the process of change currently being undertaken by the economy and the financial marketplace industry, and finally outlines an innovative strategic architecture for such regional marketplaces as Bilbao, bearing in mind its specific characteristics, Traditional financial marketplaces, especially regional ones, are obliged to make strategic movements and major creative efforts.

F. Gómez-Bezares
J. A. Madariaga
J. Santibáñez
M. Larreina
Universidad Comercial de Deusto

ÍNDICE

1. Introducción
2. Aproximaciones clásicas al estudio de los factores de competitividad en la industria de plazas financieras
3. Un concepto más amplio: el de plaza económico-financiera
4. Génesis de la plaza bilbaína
5. El pasado reciente de la economía vasca
6. El nuevo entorno de cambio
7. Hacia un nuevo modelo de estrategia en la industria de plazas financieras: una propuesta para Bilbao
8. Conclusiones
Referencias bibliográficas

Palabras clave:Plaza económico-financiera, Bilbao, nueva economía, estrategia industrial.
Clasificación JEL: G1, R1

1. INTRODUCCIÓN

Con motivo del 700º Aniversario de la fundación de Bilbao se celebraron en Octubre de 2000, organizadas por la Universidad Comercial de Deusto y la Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK), unas Jornadas sobre el "Presente y futuro de Bilbao como Centro Financiero". En este contexto, y con el apoyo de la BBK, a un equipo de investigadores de la Universidad Comercial[1] se le encargó realizar un informe que tratara de recoger la situación actual de la industria de plazas financieras, así como el analizar las posibilidades que una plaza de carácter regional, como la bilbaína, tendría en un futuro cada vez más cambiante y globalizado.

El trabajo de investigación, realizado entre los años 1998 y 2000, fue presentado en las citadas Jornadas, y posteriormente publicado en forma de libro por la BBK, con el título *Las Plazas Financieras en una Economía Global. Una propuesta estratégica para Bilbao* (Gómez-Bezares et al, 2000). Así, en la primavera y verano de 2000 nos encontrábamos recogiendo los últimos materiales que serían posteriormente incluidos en el libro. Este artículo constituye un resumen y actualización de la citada obra, por lo que nos referiremos también a los cambios más importantes que en los últimos meses se han producido en la industria que nos ocupa, y que a nuestro juicio avalan la línea de

[1] Compuesto por Fernando Gómez-Bezares, José Antonio Madariaga, Javier Santibáñez, José Antonio Marco y Javier Fernández.

razonamiento y las ideas principales propuestas en el trabajo.

La justificación del proyecto de investigación era doble: por un lado, la escasez de trabajos teóricos existente en lo que se refiere al estudio de los factores de competitividad en la industria de plazas financieras, escasez que se acrecienta cuando dejamos de referirnos a los grandes centros financieros internacionales; y por otro, el vertiginoso ritmo de cambio al que la economía en su conjunto, y la industria de plazas financieras en particular, se están viendo sometidas en los últimos años. Este proceso de cambio tiene exponentes claros, en los modos de actuación de los principales agentes, y se pone de manifiesto también en la aparición de competidores nuevos en la industria, todo lo cual da lugar a nuevas estructuras y nuevas fuentes de ventaja competitiva. En paralelo, y propiciado en parte por el propio proceso de avance tecnológico, ha ido desarrollándose una nueva forma de entender la economía (de la mano de reputados autores, de entre los que podríamos destacar a P. M. Romer), y que ha dado lugar a la llamada nueva economía. Finalmente, todo lo anterior ha provocado que algunos autores hayan comenzado a cuestionar la aplicabilidad del modelo de estrategia tradicional en las nuevas condiciones descritas, y a proponer, si no modelos nuevos de estrategia, sí modelos revisados que se adecuen convenientemente a la nueva situación planteada.

El esquema de nuestra exposición será el siguiente. En un primer apartado tratamos de recoger de manera resumida las aproximaciones clásicas realizadas en lo que se refiere al estudio de los factores de competitividad en la industria de plazas financieras; en un segundo apartado, intentamos superar el concepto tradicional de plaza financiera, sustituyéndolo por una visión más amplia, y que se plasma en nuestra definición de plaza económico-financiera, mucho más adecuada para plazas de carácter regional (o incluso nacional). En los dos apartados siguientes (3º y 4º) presentamos una breve reseña histórica del nacimiento de la plaza bilbaína (señalando algunos acontecimientos de especial relevancia de acuerdo con la concepción de plaza definida en el punto anterior), así como un boceto del pasado más reciente de la Comunidad Autónoma Vasca (CAV), que nos permite conectar la situación de partida de la plaza con nuestra propuesta estratégica.

En el quinto apartado revisaremos el proceso de cambio en el que la economía en general, la industria de plazas financieras en particular y el modelo microeconómico tradicional, están inmersas en la actualidad. En este apartado hablaremos de cambios en la industria de plazas financieras, poniendo especial énfasis en los producidos en los últimos meses; y en las implicaciones que lo anterior plantea en los modelos de estrategia tradicionales.

En el sexto apartado exponemos de manera esquemática la arquitectura estratégica que podría resultar adecuada para una plaza de carácter regional como Bilbao, teniendo en cuenta su especifici-

dad; y dedicaremos el último apartado a recoger algunas conclusiones.

Antes de comenzar, conviene realizar dos precisiones de carácter metodológico. La primera se refiere a la metodología general empleada en el trabajo. En este sentido, se observará que no hay referencias a la realización de un estudio de tipo cuantitativo, lo que se debe a dos razones: en primer lugar, la realización de un estudio cuantitativo riguroso sobre el presente y futuro de Bilbao como centro económico-financiero hubiera requerido unos medios de todo tipo muy superiores a los que contábamos; por otro lado, la coincidencia en lo que se refiere a las conclusiones de los principales estudios consultados relativos a los factores de competitividad en la industria de plazas financieras aconsejaba la utilización de una metodología distinta, más cualitativa e interdisciplinar, basada sobre todo en la consulta de la amplia bibliografía existente sobre los diferentes temas relacionados (economía, estrategia, finanzas, tributación, construcción europea…) y en la reunión y realización de *entrevistas en profundidad* con los diversos agentes implicados en los mismos. Así, y en nuestra opinión, la utilidad de este trabajo no estaría tanto en la propuesta estratégica concreta (que siempre será discutible, y que requeriría en cualquier caso de un análisis cuantitativo previo referido a las distintas medidas propuestas), como en el propio proceso de reflexión realizado. En este sentido, puede resultar interesante una cita de Hamel y Prahalad (1994), que puede ayudar a comprender mejor el alcance de lo que sigue:

> La arquitectura estratégica no es un plan detallado. Identifica las capacidades a desarrollar, pero no especifica exactamente cómo deben construirse. Muestra la posición relativa de las principales estructuras que soportan el peso, pero no el lugar de cada enchufe y perilla. Tomando un símil cartográfico, la arquitectura estratégica es un mapa de alto nivel de las carreteras interestatales, no un mapa detallado de las calles de una ciudad. Es suficientemente específico para proveer una idea general de la dirección, pero no detalla cada calle lateral a lo largo del camino.

La segunda precisión se refiere al lenguaje utilizado. El inglés se ha convertido en el idioma de referencia en muchos de los temas tratados, y de manera especial en el mundo financiero. Así, la utilización de anglicismos no es en muchas ocasiones una cuestión de capricho o esnobismo, sino de necesidad, en el sentido de que algunos términos no tienen una traducción clara. Con todo, trataremos siempre de recoger el equivalente en castellano, aunque el lector debe entender en ocasiones esta traducción de una manera libre.

2. APROXIMACIONES CLÁSICAS AL ESTUDIO DE LOS FACTORES DE COMPETITIVIDAD EN LA INDUSTRIA DE PLAZAS FINANCIERAS

El primer aspecto que llama la atención a la hora de abordar el análisis de los factores de competitividad en la industria de plazas financieras es la escasez de estudios de carácter teórico-práctico sobre el tema. Es cierto que existen estudios en los que se realizan aportaciones

interesantes, pero en la mayoría de los casos, sus conclusiones son aplicables a los grandes centros financieros internacionales (como Nueva York, Londres o Tokio), en los que la actividad financiera puede considerarse de manera separada de la actividad económica, pero no a plazas de carácter regional o incluso nacional, en las que tal distinción resulta mucho más difícil.

En lo que sigue, conviene tener presente que hablaremos indistintamente de factores de competitividad de las plazas y de criterios para la decisión de localización de los agentes, ya que, en definitiva, las plazas compiten entre sí para atraer a los *place-makers* ("placeros"), es decir, a las instituciones o personas que "hacen plaza". De acuerdo con la definición de plaza económico-financiera que propondremos después, los *place-makers* serían todos los agentes económicos, financieros, culturales y políticos, personas físicas o jurídicas, que contribuyen al desarrollo de la plaza.

Los estudios clásicos a los que hay que referirse en este tema son los de Kindleberger (1974) y Bindemann (1999). Ambos autores parten implícitamente de la existencia de una lucha por la hegemonía entre las distintas plazas europeas, de la que resultaría una única plaza predominante en Europa, y tratan de detectar precisamente cuáles son los factores de competitividad que explicarían el proceso. Aunque en nuestra opinión, las tendencias actuales no apuntan a la existencia de un único centro financiero en Europa, sino más bien a la creación de una red de interconexión bursátil o plataforma bursátil paneuropea, consideramos de interés las ideas apuntadas en los dos estudios mencionados.

Así, Kindleberger apuntaba diez elementos que consideraba determinantes para identificar las plazas financieras que aparecían como candidatas para convertirse en el centro financiero hegemónico en Europa; y Bindemann recogía prácticamente los mismos factores, matizando la importancia de algunos de ellos. Estos factores son los siguientes:

- *Una moneda única*. En nuestra opinión, la existencia de una moneda única no aparece tanto como un factor de competitividad, sino más bien como un requisito previo, necesario para la existencia de un único centro financiero europeo.
- *Un Banco Central*. La existencia de un Banco Central con sede en la propia plaza parece favorecer la creación y desarrollo de la misma. Sin embargo, Bindemann (1999) matiza la importancia de este factor, ya que en muchos países la creación del Banco Central es posterior al nacimiento de la plaza, mientras que en otros no coincide la localización de ambos (v.g., Australia, Italia o Suiza).
- *Una capital administrativa*. Se trata de un factor muy relacionado con el anterior, en la medida en que la maquinaria administrativa a que da lugar la creación de un Banco Central parece también favorecer el desa-

rrollo de la plaza. Aunque no siempre coinciden capital administrativa y Banco Central (como en el caso de Alemania o de la propia Unión Europea).

– *Tradición*. En opinión de Kindleberger, el capital intelectual y la tradición financiera aparecen como elementos fundamentales para aquellos centros financieros que aspiren al liderazgo en Europa, si bien este argumento sería discutible, en la medida en que la tradición por sí misma no puede sostener la posición competitiva de una plaza.

– *Existencia de economías de escala*. Pueden distinguirse dos tipos: economías internas (ahorros de costes y mejoras en la eficiencia asociados al mayor tamaño) y economías externas (efectos positivos o negativos que se producen para los agentes a medida que crece el sector, la industria o la plaza en la que se encuentran). De especial importancia resultan las economías de escala externas o economías de aglomeración, que constituyen un argumento importante en favor de la concentración geográfica[2].

– *Localización central*. Es un factor que ha perdido importancia en los últimos tiempos. Así, Bindemann rebate su relevancia en el entorno europeo sobre la base de tres argumentos: históricamente se constata que la localización periférica no ha supuesto una desventaja para plazas como Londres o Amsterdam; la tecnología facilita los desplazamientos y los hace innecesarios en muchos casos; y finalmente, los centros financieros modernos son fácilmente accesibles.

– *Existencia de una red eficiente de transportes*. Aunque en la actualidad se trata de un problema menor, las condiciones orográficas siguen planteando importantes diferencias, sobre todo en lo relativo a las inversiones necesarias y a las ventajas competitivas de unas plazas frente a otras.

– *Oficinas centrales de corporaciones multinacionales*. Kindleberger considera que la decisión de localización de las sedes centrales de las compañías multinacionales es un factor clave en la formación de una plaza financiera, lo que puede ser consecuencia de la existencia de externalidades positivas, que darían ventaja a la plaza frente a las demás.

– *Cultura*. En opinión de Kindleberger, las diferencias culturales constituirían un freno para la formación de un centro financiero único en Europa. El problema es identificar áreas suficientemente diferenciadas del resto. Según Bindemann, las diferencias culturales no tienen en la Unión Europea la magnitud suficiente como

[2] Aunque es cierto que su importancia se ha visto reducida por el avance tecnológico, estas ventajas siguen siendo importantes en muchos casos. Algunos autores (como Krugman, 1987, o el propio Bindemann, 1999) consideran las economías externas de escala como el factor más importante, aunque no el único, en el desarrollo de un centro financiero.

para provocar la aparición de los denominados *shocks culturales*, diferencias que por otro lado se ven reducidas por la adopción del inglés como idioma estándar en los mercados financieros internacionales.

– *Política*. La política gubernamental puede ser un elemento clave para acelerar, retrasar e incluso impedir el proceso de formación de una plaza financiera. En lo que se refiere al área euro, se observan todavía diferencias regulatorias que podrían contribuir a una ganancia de mercado de unos centros frente a otros, aunque la tendencia uniformizadora de la Unión Europea irá haciendo cada vez más difícil el mantenimiento de ventajas competitivas basadas exclusivamente en el instrumento regulador. Con todo, las dificultades inherentes al proceso de unificación obligan, en nuestra opinión, a considerarlo desde una perspectiva de medio o largo plazo.

Tal como hemos indicado, un factor al que los autores conceden una especial relevancia es el de las economías de escala externas. En este mismo sentido, Di Noia (1998) se refiere a la importancia de los *efectos de red* (*network effects*) para las bolsas, los cuales se enmarcarían dentro de las denominadas economías de escala externas (externalidades financieras positivas, en nuestro caso). En general, entendemos la externalidad positiva como el incremento de utilidad de un bien provocado por el aumento en el número de usuarios del mismo. La creación de externalidades financieras positivas es uno de los medios más importantes para influir en la decisión de localización de intermediarios y compañías cotizadas. Di Noia identifica una serie de externalidades financieras, de entre las que destacamos las siguientes:

– *Externalidad de red directa*. Cuanto mayor sea el número de empresas cotizadas en una plaza, mayor será la probabilidad de que una nueva compañía decida cotizarse en ella: ello se debe a que la utilidad de cotizarse en un centro concreto aumenta con el número de compañías cotizadas, al proporcionar éstas una mayor liquidez al mercado.

– *Externalidad de red cruzada*. La utilidad que para una compañía supone la cotización de sus títulos aumenta cuanto mayor sea el número de intermediarios (agentes en general) existentes en la plaza, al proporcionar éstos una mayor liquidez al valor.

– *Otras externalidades de red*: mejores servicios de liquidación y compensación; mayor grado de eficiencia (al facilitar el tamaño del mercado la obtención de la información); etc.

En una línea similar, The Economist (27/6/1992), apunta la existencia de fuerzas que favorecen la concentración de capitales en una sola plaza financiera: facilita la formación de precios que reflejen el valor intrínseco de los activos, ya que la confluencia de grandes volúmenes de

fondos hace que el mercado sea más competitivo y eficiente; aporta liquidez, reduce el coste de búsqueda de contraparte; simplifica el proceso de recogida de información; la facilidad y calidad de la formación aumentan si se proporciona en la misma plaza financiera en la que se trabaja; y permite el contacto directo para el diseño de operaciones financieras, como la *titulización, swaps*, *high-yields*, *IPOs* (salidas a Bolsa), etc.

Aunque también se apunta la existencia de fuerzas en sentido contrario que incentivan la deslocalización, de otra manera sólo existiría una única plaza financiera mundial (The Economist), tales como las diferentes zonas horarias (problema que ha ido perdiendo importancia en los últimos tiempos), los costes de permanecer en el centro financiero, o el desarrollo de las comunicaciones y telecomunicaciones.

En su citado trabajo, Bindemann recoge los resultados de una encuesta realizada en 1996 entre instituciones y agentes de diversa índole[3] acerca de los criterios que consideraban más importantes en la elección de un centro financiero. De un total de 23 criterios, los que aparecían como más importantes fueron los siguientes: recursos humanos; diversidad y tamaño del mercado; diversidad de productos financieros; presencia de instituciones financieras internacionales; volumen de transacciones; regulación del mercado; infraestructuras; costes operativos; disponibilidad de fondos; y tradición financiera.

A nuestro juicio, estos diez factores podrían a su vez resumirse en sólo cuatro: la calidad de los recursos humanos (que constituyen, sin duda, el factor de producción y de competitividad más importante en la industria de plazas financieras y en toda la economía actual), la regulación del mercado (que aparece también como una variable importante en la actividad financiera), la tradición y los factores derivados de las economías externas (que incluirían el resto de elementos mencionados en la lista anterior, y que tienen una importancia fundamental en el proceso de concentración geográfica).

Curiosamente, y a pesar de que a la tradición no suele dársele un valor muy importante como factor competitivo, sí aparece como un elemento relevante en Londres, el centro financiero europeo mejor valorado en el estudio de Bindemann. Ello puede deberse a que la tradición financiera no constituye en sí misma un factor competitivo, sino que su importancia se deriva de otros factores que suelen ir ligados a aquella, y que se recogen en la relación anteriormente propuesta. Nos parece interesante subrayar esta idea, ya que en el estudio de las diversas plazas financieras es habitual que nos encontremos con el argumento de la tradición, concepto muchas veces demasiado etéreo en el que es necesario profundizar. La tradición se traduce en una experiencia y en una historia de eficacia y eficiencia que son fuente de confianza y de verdaderas ventajas competitivas.

[3] Mercados de valores y derivados, bancos, instituciones de inversión colectiva, consultoras financieras, Bancos Centrales, Gobiernos nacionales, periodistas especializados y universidades.

Otras aproximaciones interesantes al estudio de los factores de competitividad en esta industria se derivan de los intentos de aplicar la teoría ricardiana de la ventaja comparativa[4] o los principios microeconómicos de la decisión de localización espacial a la industria de plazas financieras (Quirós, 1998)[5]. El problema con el que se encuentran ambos enfoques radica en la alta movilidad que en esta industria presentan los dos factores críticos, el capital y el trabajo. Podemos concluir en ambos casos que tanto el capital como la mano de obra son factores productivos de enorme importancia para la industria financiera, aunque debido a su movilidad, no son de gran ayuda a la hora de determinar dónde se forma en la actualidad una plaza financiera: en estos momentos, lo realmente importante sería más bien la capacidad de atraer y retener ambos factores.

Por otro lado, las hipótesis basadas en el análisis de la demanda generada por el propio mercado doméstico (analizando su tamaño y la sofisticación de la demanda) pueden explicar la formación de plazas como Nueva York (con una demanda elevada y sofisticada), pero no la de plazas como Tokio (mercado grande pero poco sofisticado), Francfort (ni grande ni sofisticado) o Londres (mercado no demasiado grande ni excesivamente sofisticado). Lo anterior parece llevarnos a la idea de que aunque el tamaño de la demanda interna pudo ser importante en la formación de las plazas en el pasado, es un factor competitivo que ha ido perdiendo importancia gracias a la movilidad del capital y al desarrollo de las comunicaciones (la demanda no tiene necesariamente que estar presente en la plaza).

3. UN CONCEPTO MÁS AMPLIO: EL DE PLAZA ECONÓMICO-FINANCIERA

En nuestra opinión, ninguno de los estudios consultados ha sido capaz de identificar, de manera plenamente satisfactoria, los factores determinantes de la competitividad de las plazas financieras, lo que indica precisamente la complejidad del tema. Por otro lado, y tal como apuntábamos anteriormente, los estudios clásicos plantean el problema de que sus conclusiones son aplicables a los grandes centros financieros internacionales, como Londres, Nueva York o Tokio, pero no a plazas de carácter regional o nacional, en los que la actividad financiera es más difícil de desligar de la económica. Desde este punto de vista, la supervivencia de

[4] A principios del Siglo XIX, David Ricardo formuló la conocida teoría de la ventaja comparativa. Según ésta, cada país se especializará en aquellas industrias en las que tenga una ventaja comparativa con relación a otros países: el suelo barato, la mano de obra, el capital o la tecnología son ejemplos de factores que pueden generar las citadas ventajas comparativas. A escala internacional, nos encontramos con un nivel relativamente alto de liberalización en los flujos de capital; en el ámbito comunitario, la libre circulación de capitales y la entrada en funcionamiento del euro como unidad de cuenta, con la consiguiente eliminación del riesgo de tipo de cambio, han facilitado en gran medida los flujos de capital.

[5] El autor trata de aplicar los principios microeconómicos de la decisión de localización espacial. El razonamiento es relativamente sencillo: la localización de una empresa habrá de guiarse por el objetivo empresarial último, la maximización del beneficio (o, en una terminología más actual, la maximización del valor creado para el accionista). En este objetivo influyen tanto los ingresos como los costes: de esta forma, la empresa se situará allí donde se encuentre la demanda y/o los factores de producción.

este tipo de centros de tamaño pequeño (e incluso intermedio) exige a nuestro juicio la adopción de medidas que partan de la consideración de un concepto más amplio: el de plaza económico-financiera.

La relación entre las vertientes económica y financiera de una plaza no es nueva. Un análisis microeconómico de carácter fundamentalmente teórico puede encontrarse en Fisher (1930), mientras que en Herring y Santomero (1996) puede verse un planteamiento más intuitivo del tema[6]. Y desde un punto de vista práctico, la relación entre las dos vertientes se hace evidente si analizamos el nacimiento y desarrollo de multitud de plazas, como el de la propia plaza bilbaína[7]. En este mismo sentido, el propio Bindemann entiende que una plaza financiera tiene dos formas de convertirse en un centro financiero internacional[8]:

- Desarrollo apoyado en el crecimiento económico y en el comercio internacional (desarrollo de la plaza financiera sobre la base de la plaza económica).
- Creación de un entorno político, fiscal, regulatorio e institucional, es decir, establecer las condiciones que hagan especialmente atractiva a la plaza para la localización de *placemakers* en el ámbito internacional (aproximación adoptada por la mayoría de los centros financieros extraterritoriales (*offshore*), como Luxemburgo, que han logrado desarrollar una actividad financiera claramente desproporcionada con relación a su actividad económica).

Las ideas apuntadas nos llevan a plantear nuestro análisis desde esa perspectiva más amplia, tratando de trascender los elementos puramente financieros. Y son precisamente estas ideas las que hacen que las definiciones de plaza financiera aportadas por los autores (v.g., Quirós, 1998, o algo más en nuestra línea, Reed, 1981) resulten insuficientes o incompletas para nuestro propósito. Desde nuestro punto de vista, *una plaza económico-financiera es el conjunto de estructuras económico-financieras y educativo-culturales con la masa crítica necesaria para garantizar ventajas competitivas a la actividad económica de la zona*. En definitiva, la industria, los servicios, la fiscalidad (y en general el entorno legal), junto con las infraestructuras y las instituciones puramente financieras (como la Banca, las Cajas de Ahorros, las Compañías de Seguros y la propia Bolsa), los centros de formación y el nivel cultural de sus gentes, configuran la plaza económico-

[6] Aunque es cierto que la relación apuntada es claramente bidireccional, los trabajos mencionados se centran fundamentalmente en la aportación que los mercados financieros suponen para la actividad económica de la zona.

[7] Pueden consultarse a este respecto multitud de obras, como Basas Fernández (1960), Escalante (1988), Galarza (1996), González Portilla (1995), Montero (1996), Pérez-Agote y Poveda (1953), Revuelta (1992) o Torrente Fortuño (1966). En estas obras puede verse cómo las instituciones financieras (bancos, cajas, compañías de seguros y la propia Bolsa de Bilbao) van desarrollándose en paralelo a la actividad económica de la zona. En el siguiente punto haremos una breve referencia a este tema.

[8] Aunque nuestra intención no es la de convertir un centro financiero regional en un centro de primera fila a escala internacional, podemos leer sus propuestas en clave de tratar de potenciar (o incluso mantener) su actividad.

financiera. Pero estas estructuras deben poseer una dimensión suficiente para que se generen ventajas competitivas para las actividades de la zona.

Así, y de manera coherente con la definición apuntada, nuestra propuesta estratégica tratará de incidir no sólo en los aspectos puramente financieros de la plaza, sino también, y de manera fundamental, en los aspectos económicos de la misma.

4. **GÉNESIS DE LA PLAZA BILBAÍNA**

Una forma de reforzar nuestra concepción amplia de lo que es una plaza, la interacción de elementos económicos, financieros y culturales, consiste en analizar, aunque sea brevemente, la génesis de la plaza bilbaína entre finales del Siglo XIX y principios del XX.

Así, y en lo que se refiere a la formación de la plaza económica, hay dos hechos importantes a mediados del Siglo XIX que posibilitan el proceso de acumulación de los capitales necesarios para afrontar el proceso de industrialización: en 1841 se produce, por parte del Gobierno Central, el traslado de los puestos aduaneros a la costa vasca, lo que abre el mercado nacional a la siderurgia vizcaína; y en 1856, el invento de Bessemer hace que el mineral de hierro vizcaíno gane interés para la industria siderúrgica europea (y especialmente la inglesa): su calidad y bajo precio, así como el hecho de que las minas están cerca de la costa, lo hacen ideal para esta industria y para su utilización en el proceso de fabricación de carriles, necesarios para la construcción y desarrollo de los ferrocarriles.

En este contexto, la plaza financiera de Bilbao nace para establecer los mecanismos que permitieran la transferencia de riesgos y liquidez necesaria para el desarrollo de la actividad económica. Aparecen así los primeros bancos (como el Banco de Bilbao en 1857), pudiendo decirse que el desarrollo de la banca de finales del Siglo XIX y principios del XX es consecuencia, y a la vez, condición necesaria, para el de la minería, la exportación y la construcción de ferrocarriles. Surgen también algunos años después las cajas de ahorros (por ejemplo, la Caja de Ahorros Municipal de Bilbao en 1907 y la Caja de Ahorros Vizcaína en 1921), cuyo nacimiento se produce gracias al depósito de dinero público, que podía administrarse en Vizcaya en virtud del Concierto Económico, y las compañías de seguros, promovidas por navieros y fuertemente especializadas en seguro marítimo (como la Compañía de Seguros Aurora en 1900, y la Compañía de Seguros La Polar en 1901).

Otro pilar importante de la plaza financiera es la Bolsa de Bilbao, que nace con el objetivo de evitar que el desarrollo de la economía bilbaína y el crecimiento del sector bancario se encontraran con restricciones de riesgos y fondos. Superados una serie de problemas iniciales, la Bolsa comienza a funcionar el 5 de Febrero de 1891.

Finalmente, y en consonancia con nuestra definición de plaza económico-financiera, el desarrollo de la actividad, tanto

económica como financiera, exigía contar con personas con la formación adecuada para dirigir el proceso. Esta función la cumplió la Universidad Comercial de Deusto. Así, los promotores de su nacimiento fueron los hermanos Aguirre, si bien fue un sobrino suyo, don Pedro de Icaza y Aguirre, el que llevó a cabo su deseo, encomendando la dirección del centro a la Compañía de Jesús. Para la creación de la Comercial se constituyó la Fundación Vizcaína Aguirre: nacía así, en 1916, el primer centro de España de formación universitaria en estudios de economía, que se enmarca dentro de la Universidad de Deusto, nacida a su vez en 1886.

En definitiva, entre finales del Siglo XIX y principios del XX se produjo un proceso de interacción entre todos los elementos que constituyen el concepto de plaza económico-financiera que proponíamos, con la particularidad de que dichos elementos tuvieron la masa crítica suficiente como para garantizar ventajas competitivas a la actividad económica de la zona.

5. EL PASADO RECIENTE DE LA ECONOMÍA VASCA

Antes de adentrarnos en el complicado reto de abordar el análisis del futuro de Bilbao como centro económico-financiero en el nuevo entorno que trataremos de definir en el siguiente punto, creemos conveniente presentar un somero análisis del pasado más reciente, tanto de Bilbao como del conjunto de la Comunidad Autónoma Vasca (CAV), lo que puede darnos una idea general de la situación de partida de la plaza.

En este sentido, y tal como apunta Gallastegui (1998), el estudio de lo acontecido en las dos últimas décadas resulta de un interés especial, ya que en este periodo se han producido hechos de gran trascendencia, tanto para el País Vasco como para el conjunto del Estado, como son la adaptación de la industria a los cambios provocados por la crisis del petróleo, el cambio institucional producido con la constitución de la CAV y la entrada en vigor del Concierto Económico, la desaparición de barreras aduaneras con la entrada en Europa o la reforma de los mercados de valores, que dio lugar a la constitución del Mercado Continuo.

Tomando como referencia el citado trabajo de Gallastegui, en el que su autora realizaba un análisis de las últimas tablas Input-Output disponibles a la fecha (las del quinquenio 90-95), en comparación con las de los dos quinquenios anteriores, podemos extraer algunas conclusiones interesantes: así, en el periodo 80-95, el valor añadido del País Vasco creció un 30% en términos reales, habiéndose producido también mejoras en el empleo y la productividad; por otro lado, se ha producido en este periodo un proceso de terciarización importante, que se manifiesta en una pérdida de peso de la industria en favor del sector servicios. En un reciente estudio de la Dirección de Economía del Gobierno Vasco (2001), se apunta que en 1999 los servicios empleaban ya el 60% de las personas ocupadas y generaban el 55% del valor añadido. Y se señala también cómo de esta forma la economía

vasca participa de los rasgos característicos de las economías modernas.

En lo que se refiere al comercio exterior, el País Vasco se muestra en el periodo considerado como una economía abierta. Con todo, se aprecia una disminución de la dependencia del exterior, así como una menor dependencia del mercado nacional en favor de Europa, sobre todo desde 1985, con la incorporación a la Comunidad Económica Europea. En esta línea, los trabajos citados señalan que el aumento de la competitividad de los productos vascos producido entre los años 1972-1998 no ha hecho que la economía vasca sea más abierta: de hecho, la propensión exportadora disminuyó cuatro puntos entre los años 1990 y 1995, para estabilizarse después. También la tasa de penetración de las importaciones disminuyó en el periodo considerado. Así, en 1998 la relación entre las exportaciones y la producción distribuida era del 32,8% (15,4% destinado al extranjero y el resto, 17,4%, a España); y la tasa de penetración de las importaciones en la demanda interna vasca era en dicho año del 31,7% (el 21,6% procedente de España, y el 10,1% restante del extranjero).

Para terminar este breve esbozo de la situación de partida de nuestra plaza, creemos interesante referirnos también a las principales conclusiones obtenidas en un estudio de Bilbao Metrópoli-30 (1999) sobre la situación de Bilbao en comparación con otras seis grandes metrópolis del Estado, en lo relativo a la calidad de sus recursos humanos y al grado de desarrollo de la sociedad del conocimiento. En este estudio se analiza un conjunto de variables relacionadas con estos dos temas (y con algunos otros), las cuales son agrupadas en una serie de dimensiones o factores sobre los que se construye un abanico de indicadores parciales, a partir de los cuales se obtienen a su vez unos indicadores sintéticos finales. Las metrópolis analizadas son Bilbao, Barcelona, Madrid, Valencia, Málaga, Sevilla y Zaragoza. En lo que se refiere a los dos indicadores comentados, Bilbao ocupa en ambos casos la tercera posición, detrás de Madrid y Barcelona.

Como conclusión de todo lo anterior, podemos decir que Bilbao, al igual que el conjunto de la CAV, ha experimentado cambios importantes en su estructura económica a lo largo de los últimos años, y ha sido capaz de superar un proceso de crisis que afectó a sectores importantes de su actividad, reconvirtiendo algunas de sus actividades y generando simultáneamente riqueza y empleo. Por otro lado, su posición relativa en lo que se refiere a la calidad de sus recursos humanos y al grado de desarrollo de la sociedad del conocimiento, dos pilares básicos sobre los que sin duda se construirá el futuro, permite afrontarlo con esperanza.

6. EL NUEVO ENTORNO DE CAMBIO

Estructuraremos este apartado en tres puntos diferentes: cambios en la industria de plazas financieras, cambios en la economía y finalmente, implicaciones de lo anterior en el modelo tradicional de estrategia.

Aunque, y tal como hemos indicado anteriormente, el concepto de plaza financiera es mucho más amplio y rico que el de centro de contratación, nos centraremos ahora en éste último, lo que resulta de utilidad para comprender mejor lo que sigue, así como la propuesta estratégica que presentaremos después.

De entre las acepciones posibles de Bolsa de Valores recogidas en Di Noia (1998), la perspectiva empresarial es la que nos resulta de mayor interés desde el punto de vista estratégico: en este sentido, un centro de contratación aparece como una empresa, con su misión y sus objetivos, que ofrece una serie de productos y servicios, y que compite con otras bolsas en su intento de atraer clientes.

En relación con lo anterior es claro que, para la Bolsa de Bilbao, una de las formas más importantes de crear valor para los placeros (*place-makers)*, y de cumplir así con su misión, viene dada por la búsqueda y el fomento de las llamadas externalidades financieras positivas. Como ya hemos dicho, lo realmente relevante en una plaza es su capacidad para atraer y mantener a los placeros. Y esta capacidad de atracción será tanto más alta cuanto mayor sea el valor añadido generado por la plaza. Pero para poder atraer a los *place-makers*, es fundamental que la plaza de Bilbao sea capaz de ofrecer unas dosis suficientes de "conectividad" y de "magnetismo financiero".

Entendemos por "conectividad" financiera la posibilidad de que los *place-makers* radicados en Bilbao puedan acceder a productos financieros igualmente sofisticados, rentables y eficientes a los que puede obtener, por ejemplo, un *broker* de Wall Street. El "magnetismo financiero" consiste en la capacidad de atraer o de canalizar fondos cuya procedencia es ajena a la plaza: la posibilidad de atraer fondos del exterior dependerá de la existencia de oportunidades interesantes de inversión; y la capacidad de canalizar fondos hacia los mercados internacionales sólo será posible si existen los medios tecnológicos que permitan el acceso remoto a la misma.

A la vista de todo lo anterior, y en lo que se refiere a la plaza financiera regional de Bilbao, es importante comprender la posición que ésta puede llegar a desempeñar a escala internacional, y entender que los grandes mercados se encuentran en Nueva York, Londres o Tokio. Su capacidad de atraer fondos está limitada por el desarrollo de la plaza económica, por lo que parece que el magnetismo financiero deberá tratar de ejercerse también, y tal vez incluso en mayor medida, a través de la canalización de fondos hacia los mercados anteriormente citados.

En este sentido, y como se verá después, nuestra propuesta estratégica trata de incidir en las dos vertientes apuntadas: por un lado, proponemos elementos que tratan de potenciar la actividad económica de la plaza; y por otro, realizaremos propuestas que tratan de actuar sobre la segunda forma de ejercer el magnetismo financiero, es decir, que afectan más a la actividad puramente financiera de la plaza.

6.1. El cambio en la industria de plazas financieras

A diferencia de lo que ha ocurrido en otras industrias y momentos de la historia, en los que determinados acontecimientos suponían un cambio estructural, en la situación actual el cambio estructural se ha convertido en una característica permanente de la industria que nos ocupa. Así, podemos citar algunos cambios importantes con los que se encuentra la industria de plazas financieras en el nuevo contexto de globalización: desarrollo de nuevos instrumentos financieros; incremento de la desintermediación financiera; mayor cultura financiera; desarrollo de la tecnología de la información; y creación de la Unión Económica y Monetaria, que proporciona estabilidad (tanto *intra-área* como *inter-áreas*).

Estos cambios obligan a las bolsas a adoptar posturas estratégicas nuevas frente a la competencia. Dichas estrategias son coherentes con los objetivos que el mercado marca a las bolsas actualmente: de ser concebidas como simples mediadores públicos o privados entre ahorro e inversión, entre placeros y empresas, su papel en los mercados ha evolucionado hasta el de empresas que ofrecen servicios financieros que deben añadir valor a sus clientes[9], el cual se obtiene a partir de una mayor liquidez y transparencia y unos menores costes de transacción. Algunos cambios en la estructura y en el comportamiento de la industria bursátil a los que nos referimos son los siguientes:

– *Fusiones y adquisiciones*. Podemos en este sentido citar algunos ejemplos recientes, como la fusión de las Bolsas de París, Amsterdam y Bruselas para crear EURONEXT, nacida el 22 de Septiembre de 2000; o la hasta hoy frustrada fusión de las Bolsas de Londres y Francfort para dar lugar a iX, así como el proyecto de acuerdo de las anteriores con el NASDAQ. También son dignos de mención los movimientos del grupo sueco OM, que en el año 2000 dirigió la Alianza NOREX, lanzó una OPA hostil sobre la Bolsa de Londres y posteriormente negoció una estrecha alianza con Deutsche Börse.

Fuera de Europa cabe destacar las negociaciones para una posible fusión entre la Bolsa de Nueva York (NYSE) y el NASDAQ. El 26 de Marzo de 2001, este último mercado se hizo con una participación mayoritaria en el EASDAQ (mercado de valores europeo con sede en Bruselas), con lo que se aproxima a su objetivo de convertirse en una plataforma de operaciones global. EASDAQ deseaba acelerar el ritmo de concentración de las bolsas europeas, y ha pedido en reiteradas ocasiones a la Comisión Europea que no agote el plazo establecido para la creación de un mercado financiero europeo (año 2005)[10]. En esta línea de actuación, Deutsche Börse fusionó ya en 1998 su mercado de derivados DTB con el suizo SOFFEX, dando lugar al merca-

[9] Véase Gillet y Abraham (2000).

[10] Véase Raingeard (2000).

do de derivados EUREX, líder en su campo en el ámbito mundial. Incluso la bolsa china ha realizado movimientos hacia la integración de sus mercados[11].

– *Posibilidad de que los clientes accedan a miembros de bolsa sin estar localizados en el centro de contratación.*

– *Cambios en los horarios de contratación*. Pueden citarse algunos cambios recientes en la línea de conseguir una progresiva ampliación de horarios. Los argumentos que manejan las bolsas para justificar esta ampliación de horarios se refieren al mejor servicio que se presta a los inversores extranjeros de husos horarios distintos, así como a la utilización progresiva de Internet por parte de los inversores en la realización de sus transacciones; los nuevos horarios permiten que éstos analicen la información con mayor tranquilidad y tomen las decisiones oportunas por la tarde-noche, fuera del horario laboral.

La opinión de los expertos es que la extensión de horarios es simplemente una cuestión de tiempo y que nos encaminamos hacia una sesión continua a escala mundial. Puede que el objetivo de esta medida, al menos en parte, sea el de mejorar la posición competitiva de las bolsas frente a otros sistemas alternativos de contratación, como las ECN (*Electronic Communication Networks*, plataformas electrónicas de contratación al margen de los mercados oficiales), que ofrecen la posibilidad de negociar las 24 horas del día.

– *Acuerdos tecnológicos y de cooperación*. Un ejemplo en este sentido lo encontramos en el acuerdo firmado el 26 de Junio de 1998 entre MONEP, MATIF y MEFF con el nombre de EUROGLOBEX, según el cual, los miembros de MEFF Renta Fija pueden contratar los derivados de MATIF desde su terminal MEFF, así como la posterior entrada de MEFF en la red GLOBEX (producida el 6 de Septiembre de 2000). La alianza NOREX a la que aludíamos en el apartado de fusiones y adquisiciones es otro ejemplo de estos acuerdos, como también lo es la red de Nuevos Mercados europeos, el EURO-NM, formado por los mercados de alto crecimiento de Alemania, Francia, Bélgica, Holanda e Italia, y que da un acceso común a información y negociación. La red EURO-NM ha impulsado la armonización de la legislación de estos países, aunque aún está lejos de ser un mercado de crecimiento paneuropeo[12].

Otro acuerdo de cooperación, en este caso para la negociación de ETF (*Exchange-Traded Funds*[13]) internacionales, fue firmado por AMEX (*American Stock Exchange*) y EURONEXT en Febrero de 2001 con la intención de permitir a los inversores

[11] Véase The Economist (1/3/2001).

[12] Véase Bottazzi y Da Rin (2000).

[13] Los denominados fondos de índice, que replican exactamente la composición de un índice determinado.

negociar los ETF de forma continua todo el día (dado que ya existía un acuerdo previo entre AMEX y la bolsa de Singapur en este sentido).

Dentro del proceso de unificación europea, la Unión Europea fijó el plazo de 2005 para la creación de un mercado financiero único en Europa, consciente de que la fragmentación de los mercados financieros europeos constituye una barrera para su propio desarrollo[14]. Para avanzar en este objetivo, la Comisión Europea encargó un informe (ya presentado)[15] al Comité Lamfalussy, que cree firmemente que en los próximos años se va a producir un proceso de destrucción creativa, en el que algunas plazas financieras europeas desaparecerán o perderán mucha importancia, pero que en el cómputo global resultará beneficioso para la economía europea. La labor de investigación de este Comité ha animado el debate sobre el futuro de los mercados mobiliarios europeos, coincidiendo la mayoría de las aportaciones en que la Unión Europea debe tomar una posición de liderazgo y de homogeneización de las reglamentaciones nacionales[16].

A medio plazo, la previsión del Comité Lamfalussy es que las comisiones y corretajes asociados a las operaciones en bolsa (sobre todo los de compensación y liquidación) disminuirán considerablemente, gracias al aumento de competencia entre mercados. Y que esta misma competencia impulsará a éstos hacia la integración. El Comité Lamfalussy sugiere a la Comisión que acelere la armonización legal de los mercados de valores europeos, y cree durante el año 2001 dos órganos supervisores que controlen la implantación efectiva de la normativa europea en los mercados nacionales: el Comité Europeo de Valores Mobiliarios y el Comité de Reguladores Europeos de Mercados de Valores Mobiliarios. Al mismo tiempo, deben reducirse los plazos necesarios para legislar en esta materia, dado que los actuales son demasiado prolongados, lo que provoca un considerable efecto negativo, tanto por la propia lentitud en la toma de decisiones, como por la no-adecuación de decisiones anteriores a realidades en constante cambio. En este sentido, el Comité considera que la velocidad de producción de la legislación debe acelerarse, y que deben adoptarse una serie de medidas tendentes a integrar los mercados de capitales europeos (armonización de normas contables, de difusión de la información, de protección a los inversores, etc.) en el plazo de tres años (es decir, para 2004). Sin embargo, algunos expertos dudan de la capacidad de la Unión Europea para cumplir estos plazos[17], y sugieren la creación de un único comité europeo para simplificar la estructura burocrática.

[14] Véase Bolkestein (2000).

[15] El informe sobre la regulación de los mercados mobiliarios europeos (Comité Lamfalussy, 2001) fue encargado por la Comisión Europea el 17 de Julio de 2000 a un Comité de Sabios, dirigido por Alexandre Lamfalussy (antiguo presidente del Instituto Monetario Europeo), y entre cuyos componentes se encontraba Luis Angel Rojo (ex-gobernador del Banco de España).

[16] Véase Pricewaterhouse Coopers (2000).

[17] Véase el informe elaborado al respecto por el Comité Shadow de expertos de regulación bancaria, que agrupa a académicos de 14 países (European Shadow Financial Regulatory Comittee, 2000); y también Expansión, edición electrónica (27/3/2001).

Como paso previo a estas nuevas estructuras de la Unión Europea, la FESCO (*Forum of European Securities Comission*) ha sugerido diversas medidas a tomar a corto plazo[18], entre ellas la creación de un pasaporte europeo para los emisores que permita que una vez que la autoridad competente de un estado miembro apruebe una salida a bolsa, esta decisión pueda ser ejecutiva en otro estado con una simple notificación de la decisión, sin necesidad de repetir los trámites. FESCO ha elaborado también un documento sobre la armonización de las sanciones de las infracciones bursátiles, pues los poderes de las autoridades correspondientes y los mecanismos de control y sanción de que disponen varían enormemente de un estado a otro.

Con todo, es importante tener presente que la competencia no se da estrictamente, ni siquiera de manera principal, entre las diferentes bolsas: es probable que la verdadera competencia se dé entre las bolsas y otros sistemas alternativos de contratación, como las citadas ECN. Parece claro en este sentido que en el futuro existirá una plataforma de contratación de rango mundial, y el problema fundamental radica precisamente en determinar quién va a definir dicha plataforma. Si desean mantener su papel central en la industria financiera, deberán ser las bolsas las que actúen como agentes definidores y como propietarios de la plataforma[19]: la mayor parte de los proyectos, acuerdos y alianzas comentados con anterioridad están encaminados en esta dirección.

Pero en esta tarea, las bolsas van a enfrentarse con una dura competencia. Cabe en este sentido destacar los movimientos que los bancos de inversión más importantes están realizando en campos relacionados con estas actividades para tomar posiciones rápidamente, de entre los que podemos comentar algunos ejemplos recientes, en los que participan bancos de inversión:

- *Participación de los bancos en las ECN*. Un hecho destacable en este sentido es la fusión de la ECN Archipelago con Pacific Exchange, una bolsa de California, con lo que se convierte en la primera ECN con estatuto de mercado oficial, pudiendo negociar acciones del NYSE, NASDAQ y American Stock Exchange (ASE).

- *Creación de nuevos mercados electrónicos OTC*[20] *para otros productos diferentes de la renta variable*. Un ejemplo lo encontramos en la creación de Intercontinental-Exchange, un mercado electrónico *online* de productos OTC sobre energía, metales y materias primas. Este tipo de productos suele negociarse por teléfono, y propuestas como la apuntada suponen la oferta, de manera conjunta y a

[18] Véase Demarigny (2000).

[19] Puede destacarse aquí el principio de acuerdo entre diez bolsas (Nueva York, Toronto, Australia, París, Amsterdam, Bruselas -estas tres últimas integradas en EURONEXT, Tokio, Hong Kong, México y Brasil) con la intención de unir lazos para la creación de una bolsa global interconectada que permita la negociación ininterrumpida durante las 24 horas del día (véase a este respecto Van Duyn, Rahman y Labate, 2000).

[20] Over The Counter, o mercados al margen de los organizados y regulados.

través de una misma plataforma, de los servicios de negociación, compensación y liquidación de los mismos. Este mercado se plantea incluir otros productos OTC sobre petróleo, metales preciosos, gas natural, energía eléctrica, así como sobre una variedad de metales comunes.

– *Movimientos en el mercado de renta fija*. El 14 de Marzo de 2000 se anunció el lanzamiento de Securities.Hub. Se trata de una extensión de Bond.Hub (lanzado en Diciembre del año anterior), un portal de comercio electrónico que permite negociar con bonos a través de Internet, y que ofrece servicios de análisis de renta fija e información sobre precios. En Marzo de este año, Bond.Hub contaba con 3000 clientes, y presentaba tasas de crecimiento mensuales superiores al 30%. La ventaja que este servicio ofrece a los inversores es que éstos tienen acceso, con una misma cuenta y contraseña, a las páginas *web* de todas las entidades. En un futuro próximo se pretende extender estos servicios a la renta variable.

– *Creación de un mercado electrónico para acceder al mercado global de divisas*. Este mercado, llamado Fxall.com, se crea el 6 de Junio de 2000 con el objeto de permitir el acceso de los clientes a todos los servicios de análisis y contratación de los *dealers* participantes y proveer a éstos de acceso directo *online* a sus clientes, operando, lógicamente, las 24 horas del día. En Marzo de este mismo año, Deutsche Bank, Citigroup y UBS anunciaron la creación de un sistema dirigido a *brokers* para la contratación de opciones sobre divisas a través de Internet.

A la vista de la situación planteada, algunos expertos consideran que este nuevo entorno competitivo obligará a redefinir el propio concepto de bolsa de valores, afectando a su estructura y organización. En este sentido, y según Boland (2000), el modelo que se ha mostrado más competitivo dentro de la industria de plazas financieras es el de separación de las actividades de contratación, liquidación y compensación en diferentes grupos empresariales. Este modelo surgió en los países anglosajones, y el autor defiende su conveniencia en Europa, creando un organismo europeo único que serviría de contrapartida en las transacciones y se encargaría de liquidar y compensar las operaciones. Pero para ello, las bolsas europeas (Deutsche Börse y EURONEXT, principalmente) deberían deshacerse de unas funciones que les resultan muy beneficiosas (puede que incluso más que la actividad tradicional de comercio bursátil), algo a lo que en principio no parecen estar dispuestas. De hecho, los últimos movimientos producidos en Europa irían en la línea contraria a la postura defendida en el artículo: por ejemplo, durante el año 2000 la Bolsa Italiana adquirió el 55% de la Cámara de liquidación y compensación italiana[21]; y ya en el año 2001, EURONEXT fusionaba las

[21] La adquisición se llevó a cabo el 12 de Abril de 2000 (véase Borsa Italiana, 2001).

cámaras de compensación de París, Amsterdam y Bruselas creando CLEARNET, la primera cámara de compensación paneuropea.

Sin embargo, Rolf Breuer[22], consejero delegado de Deutsche Bank y presidente de Deutsche Börse, ha afirmado que la implantación de un sistema único de contrapartida es la *prioridad número uno* del sistema financiero europeo: de hecho, en el año 2000 hubo conversaciones al respecto entre London Clearing House y Deutsche Börse. Coincidiendo con la opinión expresada por Boland (2000) el Financial Times, establece que la segunda prioridad es la fusión de los sistemas de compensación y liquidación, lo que en su opinión lograría reducir los costes de estas operaciones, ¡diez veces superiores a los del sistema americano!

Las tendencias comentadas parecen apuntar a que en los próximos años las bolsas dejarán de ser instituciones mutualistas de carácter semipúblico para convertirse en sociedades que ofrecerán servicios de negociación y contratación, análisis, depósito, liquidación y compensación; es decir, se convertirán en firmas de servicios que competirán entre sí y con las alternativas mencionadas a lo largo de este apartado. En este sentido se expresaba J. F. Thèodore, presidente de la Bolsa de París y de EURONEXT, en una entrevista publicada en Expansión (Rodríguez, 2000). En ella destacaba las ventajas que el proyecto EURONEXT supone para los inversores, al permitirles el acceso a un mercado de gran liquidez, integrando la negociación, compensación, liquidación y entrega contra pago. Thèodore considera imprescindible la desmutualización de las bolsas, al objeto de dotarlas de una mayor movilidad y capacidad de reacción a la hora de tomar decisiones relativas a los temas que pueden determinar el futuro de las que él mismo denomina *empresas-bolsas*: de hecho, la decisión adoptada por algunas bolsas (como la de Londres y el NASD) de convertirse en sociedades anónimas y cotizar en los mercados como una sociedad más se enmarcaría en este proceso. En la misma línea, Deutsche Börse, la sociedad que gestiona la bolsa alemana, hizo pública en diciembre de 2000 su decisión de salir a cotizar[23], y EURONEXT salía a cotizar en julio de 2001.

A este respecto, y aunque se han presentado proyectos en este sentido[24], la legislación española aún no se ha visto adaptada. La reforma propuesta implicaba que las sociedades rectoras de las bolsas dejasen de tener una estructura de sociedad anónima mutualista y se abriera la entrada en su accionariado a personas e instituciones que no fueran miembros de la bolsa respectiva. De realizarse esta transformación, se permitirían las tomas de participación de bolsas

[22] Véase González Quintana (2001).

[23] La bolsa alemana fue el tercer mercado de acciones europeo en salir a bolsa, tras el Grupo sueco OM y la London Stock Exchange.

[24] Como el proyecto de ley de acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado para 2001, que modificaba en esta línea dos artículos de la Ley del Mercado de Valores (véase Castilla, 2000). Sin embargo, la redacción final de la ley no recogía estos cambios.

extranjeras en el capital de las bolsas españolas (así como entre ellas mismas), y también el intercambio accionarial con otras plataformas de contratación, con lo que se abriría la puerta para colaboraciones más profundas e incluso fusiones. Hasta el momento, las bolsas españolas habían participado activamente sólo en procesos de coordinación internacional de bolsas que respetasen su estructura de propiedad actual (Alianza Europea de Bolsas).

A la hora de cerrar este artículo, las sociedades rectoras de las cuatro bolsas españolas, MEFF Holding de Productos Financieros Derivados, AIAF Mercado de Renta Fija, Senaf, Iberclear y FC&M Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos habían firmado un protocolo de integración (en Junio de 2001), que supone la creación de una sociedad *holding* que agrupa a todas las sociedades y mercados españoles que han suscrito el acuerdo. En el protocolo se contempla también la posible salida a bolsa de la compañía creada.

Como puede verse, el ritmo de cambio es muy elevado, lo que hace que los ejemplos propuestos sólo puedan tomarse como meramente ilustrativos de los cambios y comportamientos existentes, sin la pretensión de ser exhaustivos. En todo caso, lo que hemos pretendido con este apartado es mostrar una serie de tendencias que consideramos relevantes, y que pensamos que pueden ayudar a comprender mejor el enfoque estratégico que propondremos después.

6.2. Cambios en la economía: de la "economía física" a la "economía de las ideas"

En este punto pretendemos enmarcar este proceso de cambio que afecta a la industria de plazas financieras en un contexto más amplio, dentro de la evolución que está produciéndose en la manera de entender la actividad y el crecimiento económicos.

En este sentido, el desarrollo producido desde mediados de los ochenta en las llamadas Teorías del Crecimiento Endógeno obliga a revisar el propio concepto y ritmo de cambio, así como el modelo de competencia al que se enfrentan las empresas, todo lo cual tiene unas implicaciones de extraordinaria importancia de cara al diseño de la estrategia (tanto de los agentes privados como de las instituciones públicas). Así, en la economía física se intercambian bienes económicos tradicionales (que aparecen como rivales y excluibles[25]), y una hipótesis de partida fundamental es la existencia de rendimientos decrecientes. Lo anterior provoca la aparición de costes marginales crecientes, lo que lleva a un modelo de competencia perfecta. En la economía de las ideas la tecnología (que se muestra como un bien no-rival y parcialmente excluible) permite la aparición de rendimientos cre-

[25] La "rivalidad" es un mero atributo tecnológico: Un bien rival es aquel cuyo uso por una empresa o una persona impide su utilización por cualquier otro; mientras que un bien no-rival tiene la propiedad de que puede usarse simultáneamente por varias personas, sin límite alguno. La excluibilidad es función de la tecnología y del sistema legal: un bien es excluible en la medida en que su propietario pueda impedir a otros su uso (véase Romer, 1990).

cientes y costes marginales decrecientes, lo que conduce a que los agentes compitan tratando de desbancar a los productos competidores mediante la incorporación de mejoras tecnológicas, y ello da lugar a un modelo de competencia imperfecta, basado en la existencia de monopolios temporales sostenidos por la tecnología.

De esta manera, el modelo neoclásico propuesto por Solow (1956) y Swan (1956) conducía a que las economías tendieran a su "estado estacionario", situación en la que no habría crecimiento en términos per cápita (salvo que se produzca un cambio tecnológico). Por contra, las nuevas Teorías del Crecimiento Endógeno, lideradas por P. M. Romer, introducen el avance tecnológico y la innovación como variable del modelo. En la economía del conocimiento, los monopolios apoyados en la tecnología se ven superados por otros nuevos, en un proceso de cambio y perturbación permanente, que los autores han denominado de "destrucción creadora" (véase, por ejemplo, Aghion y Howitt, 1992)[26]. En este nuevo marco económico, el cambio continuo aparece como una característica estructural.

En este nuevo contexto, y en opinión de Romer (1994), la tarea más importante de las políticas económicas debe ser la de crear el entorno institucional apropiado, que posibilite y facilite el progreso tecnológico. En este sentido, piensa (Romer, 1997) que en los Estados Unidos se han hecho varias cosas importantes en este campo:

- Impulso del proceso de investigación e innovación mediante el apoyo y financiación pública de los *inputs* clave del mismo, subvencionando fuertemente la enseñanza superior, así como la formación de científicos, investigadores e ingenieros.
- Mantenimiento de un sistema, tanto regulatorio como financiero, que facilita la creación de nuevas compañías, la obtención de los capitales necesarios, etc. Se promueve la asunción de riesgos, tolerándose los fallos, y existen mecanismos muy desarrollados,

[26] En condiciones de competencia perfecta (que serían las ideales a las que nos gustaría, al menos como consumidores, que tendieran todos los mercados) el precio eficiente en equilibrio es aquel en el que se igualan el precio y el coste marginal, siendo nulo el beneficio asociado a la última unidad fabricada y vendida. En la economía de las ideas, en la que el coste marginal es prácticamente nulo, la aplicación de esta condición llevaría directamente a la quiebra a la empresa innovadora, ya que el hecho de que el coste marginal sea nulo no implica que los costes unitarios medios lo sean, por lo que para recuperar esos costes es necesario fijar un precio superior al de equilibrio en condiciones de competencia perfecta, o bien producir una cantidad increíblemente grande. La empresa innovadora debe tener incentivos para producir y vender, y ello obliga a fijar un precio superior, que permita recuperar la inversión en I+D. Es decir, el precio debe ser tal que permita generar unos ingresos totales que compensen los costes totales. En definitiva, nos encontramos con que en la "economía física", con rendimientos decrecientes, hay precios perfectos, mientras que en la "economía del conocimiento", con rendimientos crecientes, no existen tales precios perfectos. Por lo tanto, deberemos soportar los monopolios y los beneficios extraordinarios del monopolista, tratando a la vez de controlar a estos monopolios, manteniendo los precios bajos y favoreciendo la distribución de los productos. En cualquier caso, estos monopolios son temporales, y ello por dos razones: porque se protegen mediante un sistema de derechos de propiedad y patentes que es parcial e incompleto (con una duración limitada); y porque estos monopolios innovadores pueden ser superados en cualquier momento por una nueva innovación.

como el capital-riesgo, los incubadores de empresas o los mercados de capitales fluidos, que contribuyen enormemente al proceso de innovación. El Gobierno no tuvo que adoptar una actitud activa en este sentido, sino limitarse a crear las estructuras que permitieran el funcionamiento de los mecanismos mencionados.

Vemos, pues, que la tarea del Gobierno consistiría en crear las estructuras, el marco adecuado para la innovación y el crecimiento, favoreciendo el desarrollo de los *inputs* necesarios, pero dejando que sea el mercado el que defina los *outputs* más adecuados. Dicho de otra forma, el Gobierno participará de manera activa pero no debe guiar la investigación, decidiendo cuáles son las áreas más prometedoras de desarrollo tecnológico. En este sentido, y dado que los presupuestos públicos en la mayoría de los países desarrollados van a verse muy condicionados por los gastos de protección social y las pensiones, será necesario analizar con sumo cuidado cuáles son los *inputs* que van a financiarse. Una forma de promover la generación de nuevas ideas es apoyar y subvencionar las ideas en sí mismas, pero otra forma de hacerlo consiste en favorecer los *inputs* que contribuyen a generarlas. Romer (1999) aboga por concentrar los recursos en inversiones en capital humano, es decir, en la preparación y formación de las personas[27].

Por otro lado, Romer (1994) sostiene cómo una estrategia basada únicamente en la acumulación de capital humano se enfrentaría a los mismos límites marcados por los rendimientos decrecientes con los que se encuentra el resto de activos físicos: por eso es importante que se creen las estructuras que favorezcan la plena utilización de ese capital humano en la generación de nuevas ideas si se desea romper con el techo de los rendimientos decrecientes. Según Romer (1993), la mayoría de los economistas consideran interesantes tres tipos de políticas gubernamentales de cara a favorecer la generación, transmisión y puesta en práctica de las nuevas ideas: apoyo a la educación y, en general, a la formación del capital humano necesario; becas, subvenciones y ayudas a la investigación básica; y protección efectiva de las ideas, mediante patentes y *copyrights*, que per-

[27] Carlino (1995) apunta una importante justificación para la subvención pública (al menos en parte) de la educación, derivada de las externalidades positivas que genera. Estas externalidades, o *knowledge spillovers*, hacen que el beneficio social de la educación sea superior a la suma de los obtenidos por los individuos tomados por separado: dicho de otro modo, los individuos obtienen un beneficio adicional a su inversión si se encuentran inmersos en una sociedad donde el nivel educativo es mayor. El problema radica, según este autor, en que las personas plantean su decisión de inversión en educación desde una perspectiva estrictamente privada, lo que hace casi imposible considerar las externalidades; y ello resulta en un nivel total de inversión en educación inferior al que sería óptimo desde el punto de vista de la sociedad en su conjunto. Para Carlino, es este nivel subóptimo de inversión el que justifica plenamente la participación pública en la educación. Es importante destacar que las externalidades (especialmente las de carácter social, dada su dificultad de valoración) constituyen un argumento de peso en contra del principio de la "mano invisible" de Adam Smith: en muchas ocasiones, y ésta es una de ellas, la suma de decisiones individuales lleva a un resultado inferior al óptimo social. La intervención pública debe estar encaminada a que la sociedad se aproxime al óptimo, utilizando medidas como la oferta de incentivos adecuados, que hagan interesantes alternativas que por sí mismas resultarían poco atractivas. Otro problema es la eficacia y la eficiencia de la actuación pública.

mitan al innovador obtener beneficios extraordinarios (monopolísticos) temporales en la explotación de las ideas.

Nosotros pensamos también que estas medidas deben ser convenientemente combinadas, y en ello apoyamos precisamente nuestra apuesta: invertir fuertemente en capital humano y en investigación, creando las condiciones para que se puedan generar ideas innovadoras; y simultáneamente crear las estructuras necesarias para que estas ideas no sólo surjan, sino que se desarrollen, en el País Vasco. Pero lo primero es crear la posibilidad, y en este sentido, el capital humano aparece como la pieza clave.

6.3. **Implicaciones de cara a la estrategia**

Como decíamos anteriormente, los cambios a los que hemos venido refiriéndonos a lo largo de todo este apartado tienen unas consecuencias de extraordinaria importancia de cara al diseño de la estrategia.

El modelo de estrategia tradicional se apoya en el análisis de la estructura de la industria, lo que conduce al estudio de las fuerzas competitivas de la misma, en un intento de identificar fuentes de ventaja competitiva sostenidas. Ello es posible en un entorno suficientemente estable, que permitiría el diseño de una estrategia única. En el nuevo entorno de cambio descrito en la industria en general, y en la de las plazas financieras en particular, aparecen nuevas estructuras y nuevas fuentes de ventaja competitiva, cuya naturaleza obliga ciertamente a revisar algunos elementos del modelo tradicional.

Así, recientemente han surgido nuevos componentes estructurales en la industria, cuyo comportamiento no sigue las pautas de la microeconomía clásica. Nos referimos a elementos que no pueden establecerse dentro de un sistema de equilibrio cerrado, al estilo del propuesto por Marshall y Fisher, sino más bien en un sistema complejo adaptativo (véase Beinhocker, 1997), en el que la estructura de la industria no es perfectamente conocida, los rendimientos son crecientes y las compañías no siempre se guían por criterios estrictamente racionales. De entre ellos, los más relevantes serían los sistemas de codependencia y las relaciones de privilegio.

Según Coyne y Subramaniam (1996), los sistemas de codependencia son "estructuras industriales cruzadas, tales como alianzas, redes y *webs* económicas". Y siguiendo a Hagel III (1996), una *web* económica es un conjunto de compañías que proporcionan servicios independientes dentro de una proposición de valor conjunta y de una arquitectura común. Desde esta óptica, la nueva plataforma bursátil paneuropea (o mundial, en su caso) sería una *web*. Por relaciones de privilegio se entienden los lazos financieros, tecnológicos o políticos mantenidos con otras estructuras que alteran el comportamiento racional de las plazas financieras competidoras. Un ejemplo de lo anterior podemos encontrarlo en la convicción político-financiera que algunos Gobiernos pueden tener en el mantenimiento de sus respectivas bolsas, lo que podría llevar a comportamientos peligrosos de éstas, tales como lanzarse a aventuras no

suficientemente estudiadas (por existir la sensación de no tener que responder de los riesgos asumidos) o, en el extremo contrario, permanecer en la inacción.

El hecho de enfrentarnos a un sistema complejo adaptativo hace que las ventajas competitivas de las plazas financieras no residan sólo en factores microeconómicos de localización, o en las capacidades para establecer barreras de entrada que dificulten el desarrollo de otras plazas financieras: estas ventajas, aunque válidas, pueden ser hoy fácilmente superadas, ya que, por ejemplo, el desarrollo de la tecnología favorece la deslocalización. Por otro lado, las barreras levantadas para dificultar el nacimiento (o el desarrollo) de otras plazas financieras pueden resultar paradójicamente contraproducentes, en el sentido de que si éstas prestan sus servicios en red, el desarrollo de nuevas plazas favorecería el de la propia red (y no debe olvidarse que, en la medida en que el futuro vaya en la línea apuntada, el valor que los *place-makers* financieros de una plaza concreta pueden extraer del sistema depende en buena medida del desarrollo de la propia red).

A nuestro juicio, las nuevas fuentes de ventaja competitiva en las que hay que centrarse a la vista de la situación descrita son dos: la *performance* (puede traducirse como desempeño o forma de hacer) operativa y, sobre todo, el *know-how* (saber hacer o conocimiento). Con relación a la *performance* operativa, una plaza financiera obtiene rendimientos diferenciales sostenidos si realiza las actividades diarias con una calidad y costes de servicio mejores que sus plazas financieras competidoras. En nuestra opinión, es evidente que la realización de esfuerzos en este sentido constituye una de las medidas a adoptar por cualquier plaza financiera, con independencia de cuál resulte ser el escenario futuro. Sin embargo, y en lo que se refiere a la industria que estamos analizando, la fuente de ventaja competitiva más importante es el *know-how*. Así, la adaptación al nuevo entorno competitivo que hemos ido apuntando exige, de manera ineludible y creciente, disponer de unos recursos humanos que cuenten con los conocimientos necesarios para ello: sólo así podrá alcanzar su objetivo último, que no es otro que el de crear valor para sus accionistas. En definitiva, el *know-how*, la denominada estrategia de conocimiento, es extraordinariamente importante para la consecución de una ventaja competitiva sostenida en la industria de plazas financieras.

7. HACIA UN NUEVO MODELO DE ESTRATEGIA EN LA INDUSTRIA DE PLAZAS FINANCIERAS: UNA PROPUESTA PARA BILBAO

Nuestra propuesta se basa en la idea de que en situaciones de riesgo elevado (véase el Cuadro nº1, en el que podríamos situar a la industria de plazas financieras en un nivel de riesgo 3) no puede hablarse ya de la estrategia adecuada a la industria, sino que tenemos que diseñar una cartera de estrategias, que en cualquier caso deberá poseer dos características fundamentales: robustez y capacidad de adaptación continua.

Cuadro nº1: **Niveles de riesgo y estrategia en la industria de plazas financieras**

Grado de riesgo	Descripción	Estrategia
0. Certeza, ausencia total de riesgo. Existirá una única estrategia, cuyo resultado es perfectamente conocido.	Situación teórica en la que se conocen todas las alternativas posibles, así como su evolución futura y resultados.	El Modelo tradicional es válido. Valorar adecuadamente las posibilidades existentes para escoger la mejor.
1. Certeza suficiente para que una sola estrategia determine el camino a seguir por la plaza.	El análisis determinará una única dirección a seguir. Existe una cierta variabilidad en los resultados.	El modelo tradicional sigue siendo válido. Análisis de sensibilidad que recoja los diversos resultados posibles.
2. Número de escenarios reducido. Cabe "discretizar" escenarios y plantear una estrategia para cada uno de ellos.	Es posible asignar una probabilidad a cada escenario y se conocen las variables y valores que podrían tomar.	Análisis de escenarios que permita recoger la multiplicidad de escenarios y resultados posibles.
3. Número de variables de incertidumbre reducido pero con gran variabilidad en su valor. Los escenarios son un "continuo".	Se conocen las variables, pero su gran variabilidad impide determinar los posibles escenarios futuros.	Estrategia lo más robusta posible, entendida como una cartera de direcciones con modelos evolutivos.
4. Elevado número de variables de incertidumbre y gran variabilidad en sus valores posibles.	La situación más compleja. La multiplicidad de variables y de valores posibles imposibilita la definición de los escenarios posibles.	Asimilar en lo posible a la situación anterior. Centrarse en un número reducido de variables de especial relevancia.

Fuente: Coyne y Subramaniam (1996) y elaboración propia.

De la combinación de nuestro posicionamiento estratégica y de las fuentes de ventaja competitiva consideradas, podemos concretar la cartera estratégica que proponemos para afrontar el futuro de la plaza financiera. Siguiendo a Coyne y Subramaniam (1996), esta cartera estaría compuesta por:

1. Una *gran apuesta* en una dirección en la que se intuye puede ir el futuro (*big bet*);
2. Unos *movimientos estratégicos* que, cualquiera que sea el escenario resultante en el futuro, favorecerán la competitividad de la plaza, los llamados *no regrets moves*, (que podemos traducir como "movimientos estratégicos de los que la plaza no se arrepentirá, sea cual sea el escenario futuro con el que se encuentre");
3. Unas *opciones reales*, que tratan de mantener la posibilidad de tener un peso relevante en el área en la que se genera la opción; y
4. Una *red de seguridad*, que trata de garantizar al menos la pervivencia de la plaza en su situación actual (*safety net*).

Así, nuestra cartera trata de cubrir aspectos diversos, desde iniciativas que tienen un carácter eminentemente defensivo (y que no generan por tanto ninguna ventaja adicional) a otras que pretenderían generar fuertes ventajas, pasando por medidas que a nuestro juicio deben adoptarse en cualquier caso. Es evidente que los distintos componentes de la cartera incorporan niveles de riesgo diversos, así como diferente capacidad de modificar la posición competitiva de la plaza.

La aplicación de la metodología propuesta a una plaza regional como Bilbao, teniendo en cuenta sus peculiaridades concretas, podría ser la siguiente[28]:

- *Grandes apuestas:* Diseño y ejecución de un plan global de incubadores de empresas; potenciación de una plataforma suprarregional competitiva de carácter económico-financiero con el centro de influencia y de decisión en Bilbao.
- *Opciones reales:* Desarrollo de un *expertise* (pericia, práctica, experiencia) en gestión de fondos. El *benchmark* o punto de referencia podría ser Edimburgo.
- *Movimientos estratégicos de los que la plaza no se arrepentirá:* Mejora de la calidad y reducción de costes en los servicios del sector financiero-económico; formación de recursos humanos de alto valor añadido económico-tecnológico-financiero; aprovechamiento de la capacidad legislativa del País Vasco.
- *Redes de seguridad:* Incorporación a la Bolsa Paneuropea; participación en iniciativas del tipo del Nuevo Mercado, Latibex, etc.

[28] Puede encontrarse una justificación mucho más amplia de cada uno de los elementos de la propuesta estratégica en Gómez-Bezares et al (2000).

7.1. **Grandes apuestas**

7.1.1. *Diseño e implementación de un plan global de incubadores*

La propuesta de diseño e implementación de un plan global de incubadores está basada fundamentalmente en la generación de ideas innovadoras como fuente de crecimiento económico. En este sentido, pueden destacarse dos tipos de estructuras que favorecen el proceso pretendido:

- Por un lado, las estructuras que posibilitan la generación de ideas y que, por tanto, son previas a éstas. Nos referimos a aquellas estructuras que están relacionadas con la educación y la formación de recursos humanos de calidad.

- Y, por otro, las estructuras que favorecen la propia aparición y puesta en marcha de las ideas y de la innovación, y que tendrían como misión encauzar y explotar la capacidad innovadora previamente generada. Muchas de estas estructuras –parques tecnológicos, ayudas públicas, etc.– existen ya en el País Vasco, pero otras no, o no están suficientemente desarrolladas, como los incubadores de empresas, el capital-riesgo o los *Business Plan Competitions* (concursos de ideas o iniciativas empresariales). Existen también otras estructuras, como el Nuevo Mercado, que podrían tal vez explotarse en mayor medida y ayudar en el proceso. En realidad, lo que proponemos es un cambio de escala en muchas de las medidas existentes: en este sentido, pensamos que es necesaria la creación de un plan global que permita una actuación conjunta de todos los agentes económicos, educativos, políticos y sociales de la plaza económico-financiera de Bilbao y de toda la Comunidad Autónoma Vasca.

El razonamiento anterior (y, en realidad, las dos grandes apuestas que proponemos), se apoyan en un determinado modelo económico, que se enmarca dentro de las “nuevas teorías del crecimiento” o de las “teorías de crecimiento endógeno” que comentábamos anteriormente. Como apuntábamos entonces, estos modelos conceden, en muchos casos, una importancia crucial a la tecnología y a la innovación, al conocimiento en definitiva, como factores que explican el crecimiento económico.

De entre las estructuras propuestas, una de las más importantes son los “incubadores de negocios” (*Business Incubators*). Aunque existen multitud de definiciones, podemos decir que un incubador es una organización cuyo objetivo es la puesta en marcha de nuevas iniciativas empresariales, proporcionando una serie de servicios de alto valor añadido adaptados a sus necesidades, en unas instalaciones preparadas al efecto y durante un período de tiempo limitado.

Habitualmente se les confiere un carácter tecnológico pero, aunque nuestra propuesta va en esta dirección, esta característica no es esencial para el concepto de incubador. Por otro lado, hay

que advertir también que existen una serie de estructuras que pueden confundirse en ciertas condiciones con los incubadores de empresas, pero que son conceptualmente distintas (aunque en la práctica algunas de ellas sean muy difíciles de separar), como por ejemplo los parques tecnológicos, los edificios comerciales, los polígonos industriales, las instalaciones con servicios anexos de asesoramiento, o el capital riesgo / capital semilla.

En el diseño de un plan de incubadores de empresas es conveniente destacar la importancia que los poderes públicos pueden tener en las fases iniciales del proceso, sobre todo por su capacidad de aglutinar el esfuerzo de todos los agentes. Otros agentes de gran importancia son la universidad y otros centros técnicos de educación superior, así como los incubadores de carácter privado. La universidad se ha mostrado históricamente como un sujeto central en este tipo de procesos por dos razones: en primer lugar, como centro fundamental de formación del capital humano requerido; en segundo lugar, por haber asumido, en muchos casos, el liderazgo del proceso en sus fases iniciales, normalmente en colaboración con otros agentes. Los ejemplos más claros podemos encontrarlos en los Estados Unidos, con la Universidad de Stanford o el MIT, aunque también existen múltiples ejemplos en otros países, fundamentalmente europeos.

La riqueza y complejidad del concepto hace difícil realizar una enumeración suficientemente completa de los factores que, con carácter general, garantizan el éxito de un incubador. En el campo de la viabilidad, puesta en ejecución y éxito de un plan de incubadoras, el *benchmarking* (seguimiento de un patrón de referencia) es fundamental y debería realizarse con respecto a regiones que han desarrollado experiencias exitosas en otras partes del mundo, como son Baviera o California (y más concretamente, el Valle de Santa Clara, en el que se encuentra enclavado el Sillicon Valley). California aparece como el Estado número uno de los Estados Unidos en la mayor parte de los indicadores sobre ciencia, tecnología o investigación: en 1993, California concentraba el 12% de la población de los Estados Unidos, pero allí se encontraban el 13% de los científicos doctorados, el 17% de los ingenieros doctorados, el 23% del gasto público en I+D, el 21% del gasto total en I+D, el 23% de los premios SBIR y el 16% de las patentes registradas.

Si tomamos el trabajo de Menéndez y Arias (1998), el País Vasco presenta una buena posición relativa en el conjunto del Estado español: con aproximadamente el 5,5% de la población, por el primer solicitante el 8,6% de las patentes europeas en el periodo 1978-1997 tuvieron su origen en el País Vasco; por otro lado, nuestra comunidad concentró en 1996 el 9% del gasto total en I+D y el 12% del gasto en I+D a cargo de las empresas. Aunque estos datos son muy favorables al País Vasco en el contexto del Estado, pensamos que es necesario aproximarnos a los niveles de las áreas más innovadoras en el ámbito internacional.

7.1.2. *Potenciación de una plataforma económico-financiera suprarregional*

La segunda gran apuesta que proponemos está muy relacionada con la anterior, aunque no se trate de una simple consecuencia de la misma. La idea fundamental es que ni Bilbao, ni el País Vasco en su conjunto, poseen la masa crítica suficiente como para que el proceso de crecimiento propuesto en la gran apuesta anterior se desarrolle plenamente; y, en general, la viabilidad de la plaza financiera de Bilbao precisa de que ésta sea el centro de una zona económica mayor.

Aunque la existencia del llamado Eje Atlántico (al igual que la del Eje Mediterráneo) no es aceptada por todos los autores, pensamos que podría ganar entidad con un proceso como el que proponemos. En este sentido, la estratégica posición geográfica del País Vasco como nudo de comunicaciones, su potencialidad económica, la calidad de sus recursos humanos y el hecho de contar con la plaza financiera de Bilbao, ponen a nuestro juicio a ésta última en las condiciones idóneas para liderar el proceso.

El diseñar y llevar a cabo un plan global de incubadores podría tratar de desarrollarse sólo en el País Vasco, pero creemos que los posibles beneficios serían menores. Una coordinación a un nivel superior podría permitir convertir una iniciativa local en una regional y suprarregional. El problema, y lo que da contenido a esta propuesta, reside en que esta coordinación no va a darse de forma espontánea. Es preciso para ello establecer los lazos de colaboración necesarios con las regiones que podrían componer la plataforma, fundamentalmente las regiones del llamado Eje Cantábrico (que debería entenderse en un sentido amplio, incluyendo a las regiones limítrofes del País Vasco) y las del Eje de Aquitania. Lo anterior resulta especialmente importante cuando los últimos datos económicos apuntan algunos elementos de preocupación para nuestra zona, y muestran un desplazamiento del centro de gravedad de la economía española hacia el sudeste, hacia la zona del centro peninsular y la costa mediterránea.

Un tema que está implícito al abordar esta gran apuesta es la importancia de las externalidades positivas en la decisión de localización de los agentes. Estas externalidades tienden a favorecer al más grande, al ofrecer ventajas adicionales que se incrementan a medida que continúa su crecimiento, hasta que las deseconomías derivadas de un excesivo tamaño anulan las ventajas de localización. En este sentido, Bilbao y el País Vasco parten de una clara posición de desventaja respecto, por ejemplo, a Madrid o Cataluña.

Muchos autores resaltan la importancia de las conocidas como *first-mover advantages* (ventajas asociadas a aquél que mueve primero), muy relacionadas a su vez con la consecución de economías de escala, y que pueden llegar a compensar la desventaja inicial de la que teóricamente se parte. En gran parte, la idea es coincidente con las “teorías de la dependencia de la senda” (*path dependence*), que subrayan la importancia de generar estas externalidades. Los conceptos de *path*

dependence y *economía QWERTY* insisten en que, una vez comenzado el proceso (una vez marcada la senda) es realmente complicado modificarlo, las economías externas tienden a sostenerlo en el tiempo, a pesar de que pudieran objetivamente haber existido inicialmente alternativas mejores. La facilidad de desplazamiento del principal recurso, las personas, agudiza este proceso. Las *first-mover advantages* (o ventajas asociadas al que actúa el primero) son importantes en la nueva situación (aunque tampoco son necesariamente definitivas): si lo analizamos bien, Sillicon Valley no reunía en 1940 ventajas competitivas sustanciales sobre otras regiones norteamericanas, como Boston o Nueva York; fue el esfuerzo y la iniciativa de unos pocos agentes los que iniciaron un proceso muy difícil de modificar en la situación actual. En este sentido, Kelly (1997) cree que la naturaleza de los rendimientos crecientes favorece a los pioneros en todas las actividades. Según este autor, una vez iniciado el proceso, las externalidades positivas tienden a mantenerlo e incluso a acelerarlo, a pesar de que objetivamente pudiera haber habido alternativas mejores. Por ello resulta extremadamente urgente que se adopten medidas en este sentido, tanto más en un momento en el que otras regiones parecen estar dando los primeros pasos.

7.2. **Opciones reales: Desarrollo de un "expertise" en gestión de fondos**

En el capítulo de las opciones reales, nuestra propuesta consiste en desarrollar un *expertise* en gestión de fondos (mediante la correspondiente inversión en aprendizaje), e incrementar así el valor de la plaza mediante la utilización de su capacidad de generar nuevas oportunidades.

Un dato que puede poner de manifiesto la oportunidad de negocio en gestión de fondos existente en el País Vasco es la magnitud de los fondos gestionados en forma de EPSV (Entidades de Previsión Social Voluntaria) con relación al total gestionado por los fondos de pensiones en el ámbito nacional, que suponen una cuota superior al 20% (muy superior a la que le correspondería en función de su peso demográfico). Por otro lado, el análisis de la composición de las carteras de activos financieros en propiedad de las familias españolas en comparación con la de otros países europeos nos muestra que en España aún existe un gran volumen de fondos en forma de efectivo y depósitos que pensamos se trasladará en parte hacia otros instrumentos financieros de mayor rentabilidad. Este proceso se inició hace ya varios años, lo que explica el enorme desarrollo de los fondos de inversión en España. El peso de las partidas de efectivo y depósitos en la cartera de activos financieros de las economías domésticas ha pasado, según la FEFSI (Fèdèration Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement), de un 74% en 1985 a un 38% estimado para finales del año 2000. Creemos que este proceso va a continuar, y que un volumen creciente de fondos se destinará a fondos de pensiones, debido en gran medida a las incertidumbres existentes respecto al siste-

ma público de pensiones, lo que supone una clara oportunidad para las EPSV vascas, así como para gestionar los fondos de pensiones de otras regiones españolas. Evidentemente, aunque nos estamos centrando en los fondos de pensiones por ser la oportunidad más clara, no deben despreciarse otras alternativas.

En lo que se refiere a la opción real propuesta, la referencia en el ámbito internacional sería claramente el caso de Edimburgo, una de las plazas financieras más importantes del mundo en gestión de fondos y que, curiosamente, carece de bolsa de valores. Los factores explicativos del enorme desarrollo de esta plaza son la tradición financiera y, sobre todo, la innovación y la educación especializada de gran calidad, factores que como puede verse aparecen constantemente, y sobre los que pretenden incidir también el resto de elementos de la cartera estratégica que proponemos.

7.3. **Movimientos estratégicos de acompañamiento**

Como ya hemos indicado, tanto los movimientos estratégicos de los que la plaza no se arrepentirá sea cual sea el escenario futuro (*no regrets moves*), como las redes de seguridad (*safety nets*), a pesar de su diferente significado, son medidas que entendemos deben ser adoptadas en cualquier caso. Pueden generar ciertas ventajas competitivas, pero su impacto es muy inferior al de los dos componentes de la cartera previamente analizados. Por razones de espacio, y dado su claro interés, nos limitaremos prácticamente a enunciarlos (sobre todo en el caso de las redes de seguridad), remitiendo al lector interesado en ampliar lo que aquí se recoge al trabajo original (Gómez-Bezares et al, 2000).

7.3.1. *Movimientos de los que la plaza no se arrepentirá*

Se trata de movimientos estratégicos de los que la plaza no se arrepentirá, cualquiera que sea el escenario futuro en el que nos encontremos. Nosotros hemos identificado tres:

- Mejora de la productividad del sector financiero, actuando sobre la eficiencia en el coste de las transacciones y la calidad del servicio. Esto no supone otra cosa que incidir en un aspecto que constituye un punto fuerte de la plaza de Bilbao, que presenta una muy buena posición competitiva en lo que se refiere a su productividad en comparación con la de otras plazas españolas, lo que puede ayudar a paliar la situación de desventaja de la que parte en lo relativo a las economías externas de escala o economías de aglomeración.

- Formación de recursos humanos de alto valor añadido económico-financiero, factor mencionado constantemente en apartados anteriores.

- Y el aprovechamiento de la capacidad legislativa otorgada por el Concierto Económico del País Vasco. El Concierto Económico concede al País Vasco un instrumento de política económica del que carecen otras regiones y cuya

correcta utilización puede tener un impacto beneficioso en la Comunidad Autónoma en general, y en la plaza económico-financiera de Bilbao, en particular. Con todo, conviene tener en cuenta que la fiscalidad no es el elemento más importante de cara a la atracción de *place-makers* a la plaza de Bilbao. En nuestra opinión, compartida por la mayoría de los autores consultados, una política fiscal adecuada puede favorecer el crecimiento económico, pero no lo genera por sí misma. Además, la capacidad legislativa del País Vasco está limitada por las condiciones contenidas en las propias normas y por los límites impuestos por la tendencia uniformizadora de la Unión Europea.

7.3.2. *Redes de seguridad*

Las redes de seguridad tratan de proteger, especialmente a la plaza financiera, de posibles fracasos en las grandes apuestas. Esta cobertura pretende reducir el nivel de riesgo y tratar de asegurar un buen desempeño (*performance*) de la cartera estratégica en cualquiera de los escenarios posibles. Las redes de seguridad propuestas para la plaza financiera de Bilbao no ofrecen ventajas competitivas para la misma respecto a otras plazas financieras, pero resultan imprescindibles como estrategia de acompañamiento. Aunque algunas de las medidas propuestas han sido ya adoptadas por la plaza de Bilbao, creemos esencial que se continúe en esta línea, tratando de participar activamente en las mismas y permaneciendo atentos a la aparición de otras iniciativas similares. Concretamente, las medidas que proponemos son las siguientes:

- Incorporación a la Bolsa paneuropea.
- Participación en iniciativas como el Mercado latinoamericano (Latibex) y el Mercado de empresas de alto crecimiento, el conocido como Nuevo Mercado (producida en ambos casos desde su inicio).

8. **CONCLUSIONES**

El espectacular ritmo de cambio que en los últimos años se está produciendo en la economía en general, y en la industria de plazas financieras en particular, plantea multitud de incertidumbres en lo que se refiere al marco de juego con el que los agentes se enfrentarán en un futuro muy cercano. El proceso de globalización al que veníamos asistiendo desde hace tiempo se ha visto extraordinariamente acelerado por la irrupción de Internet en todas las actividades humanas, que aparece como un elemento clave de la nueva economía.

El proceso ha tenido consecuencias incuestionables en todas las actividades económicas, y ha provocado paralelamente el desarrollo de nuevas formas de entender la economía y el crecimiento económico, obligando a su vez a revisar el modelo de estrategia tradicional, concebido para un entorno relativamente estable.

Lo anterior obliga a las plazas financieras tradicionales, y particularmente a las de carácter regional, a plantearse su po-

sición en ese nuevo e incierto contexto en el que van a desarrollar su actividad, exigiendo de su parte la realización de movimientos estratégicos y esfuerzos creativos si desean mantener alguna posición en la industria. En este sentido, no es tanto la aparición de nuevas estructuras y fuentes de ventaja competitiva, como la propia naturaleza de las mismas y el ritmo de producción del cambio, lo que obliga a revisar el modelo de estrategia tradicional.

La propia dimensión de las plazas de carácter regional, junto con la dificultad de definir los posibles escenarios futuros con los que la industria puede encontrarse obliga, por un lado, a que el punto de partida de cualquier planteamiento estratégico sea no ya el de plaza financiera tradicional, sino el de plaza económico-financiera; y por otro, exigen el planteamiento de estrategias suficientemente robustas y con capacidad de adaptación, por lo que se impone el diseño de una cartera de estrategias (frente a la estrategia única a adoptar según sea el escenario previsto). En este nuevo contexto, dos son los pilares sobre los que a nuestro juicio debe descansar cualquier planteamiento estratégico aplicable en la industria: la potenciación de todas las medidas tendentes a la formación de capital humano de calidad, y el fomento de la actividad económica como elemento casi imprescindible que colabore en el desarrollo de la actividad financiera.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGHION, P. y P. HOWITT (1992): "A Model of Growth Through Creative Destruction", *Econometrica*, vol. 60, nº 2, Marzo.

BASAS FERNÁNDEZ, M. (1960): *Bilbao, plaza financiera, en 1860*, Edición patrocinada por la Excelentísima Diputación de Vizcaya y el Banco de Bilbao, Bilbao.

BEINHOCKER, E.D. (1997): "Strategy at the Edge of Chaos", *The McKinsey Quarterly*, nº 1, McKinsey&Company. Consultado en www.mckinseyquarterly.com.

BILBAO METROPOLI-30 (1999): *Indicadores Estratégicos de Revitalización: Comparación del Bilbao Metropolitano con las Areas Metropolitanas del Estado*, Trabajo monográfico VIII, Junio, Bilbao.

BINDEMANN, K. (1999): *The Future of European Financial Centres*, Routledge, Londres.

BOLAND, V. (2000): "Global Investor: Unified market rhetoric", Edición electrónica de *Financial Times*, 17 de Diciembre. Consultado en www.globalarchive.ft.com.

BOLKESTEIN, F. (2000): "Le développement du capital-risque, clé de la compétitivité et de la création d'emplois dans l'Union européenne", *Discurso del Comisario Europeo*, 4 de Diciembre.

BORSA ITALIANA (2001): "I fatti della borsa italiana 2000", *BIT News*. Consultado en www.borsaitalia.it.

BOTTAZZI, L. y M. DA RIN (2000): "Euro.NM and the Financing of European Innovative Firms", *Working paper 171,* IGIER-Universitá Bocconi, Milán, 11 de Julio. Consultado en www.igier.uni-bocconi.it/en/papers.

CARLINO, G.A. (1995): "Do Education and Training Lead to Faster Growth in Cities?", *Business Review,* Federal Reserve Bank of Philadelphia, enero pp. 15-22. Consultado en www.phil.frb.org.

CASTILLA, M. (2000): "La desmutualización de las sociedades rectoras de las bolsas españolas", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 70, Octubre.

COMITÉ LAMFALUSSY (2001): *Rapport final du Comité des Sages sur La Régulation des Marchés Européens des Valeurs Mobilières*, Bruselas, 15 de Febrero.

COYNE, K.P. y S. SUBRAMANIAM (1996): "Bringing Discipline to Strategy", *The McKinsey Quarterly*, nº 4, McKinsey&Company. Consultado en www.mckinseyquarterly.com.

DEMARIGNY, F. (2000): "La régulation des marchés financiers européens", *Banque Stratégie*, nº 176, Noviembre.

DI NOIA, C. (1998): "Competition and Integration Among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access", *Working Paper 98-03*, Financial Institutions Center, The Wharton School, University of Pennsylvania, Febrero. Consultado en www.wharton.upenn.edu.

DIRECCIÓN DE ECONOMÍA DEL GOBIERNO VASCO (2001): *La Economía Vasca en la década de los noventa*. Documento interno no publicado.

ESCALANTE, P. (1988): *Bancos y Cajas de Bilbao*, Colección "Temas vizcaínos", Serie Naranja, año XIV, nº 158-159, Caja de Ahorros Vizcaína, Febrero-Marzo, Bilbao.

EUROPEAN SHADOW FINANCIAL REGULATORY COMITTEE (2000): *Towards a Single Market in European Securities Trading: An Agenda for Reform of the ISD*, Statement nº 8, Londres, 12 de Junio.

EXPANSIÓN (27/3/2001): "Expertos de la UE critican el 'Informe Lamfalussy' por su complejidad", Edición electrónica. Consultado en www.expansiondirecto.com.

FISHER, I. (1930): *The Theory of Interest*, Macmillan, Nueva York.

GALARZA, A. (1996): *Los orígenes del empresariado vasco. Creación de sociedades e inversión de capital, Bilbao (1850-1882)*, Ediciones Beitia, S.L., Bilbao, 2ª ed.

GALLASTEGUI, I. (1998): "Cambios estructurales en la Economía Vasca", *Zergak, Gaceta Tributaria del País Vasco*, vol. 3.

GILLET, R. y J.P. ABRAHAM (2000): "Les principaux enjeux de la compétition", *Banque Stratégie*, nº 176, Noviembre.

GÓMEZ-BEZARES, F., J.A. MADARIAGA, J. SANTIBÁÑEZ, J.A. MARCO Y J. FERNÁNDEZ (2000): *Las plazas financieras en una economía global. Una propuesta estratégica para Bilbao*, BBK, Bilbao.

GONZÁLEZ PORTILLA, M. (1995): *Bilbao en la formación del País Vasco contemporáneo (Economía, población y ciudad)*, Fundación BBV, Bilbao.

GONZÁLEZ QUINTANA, V. (2001): "Crónicas de las cities", *Revista de la Bolsa de Madrid*, nº 97, Marzo.

HAGEL III, J. (1996): "Spider versus Spider", *The McKinsey Quarterly*, nº 1, McKinsey&Company. Consultado en www.mckinseyquarterly.com.

HAMEL, G. y C.K. PRAHALAD (1994): *Competing for the Future*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

HERRING, R.J. y A.M. SANTOMERO (1996): "The Role of the Financial Sector in Economic Performance", *Working Paper 95-08*, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, 24 de Julio. Consultado en http://wrdsenet.wharton.upenn.edu/fic/wfic/papers/95/9508.html.

KELLY, K. (1997): "New Rules for the New Economy. Twelwe Dependable Principles for Thriving in a Turbulent World", *Wired Magazine,* 5.09, septiembre. Consultado en http://www.wired.com/wired/archive/5.09/newrules.html

KINDLEBERGER, C.P. (1974): "The Formation of Financial Centres: A Study in Comparative Economic History", *Princeton Studies in International Finance*, nº 36, Princeton University Press, New Jersey.

KRUGMAN, P.R. (1987): "La integración económica en Europa: Problemas Conceptuales", en *Eficacia, estabilidad y equidad. Una estrategia para la evolución del sistema económico de la Comunidad Europea*, Informe de T. Padoa-Schioppa, Alianza Editorial, Madrid.

MENÉNDEZ, L.S. y E. ARIAS (1998): "Especialización y capacidades tecnológicas de las regiones españolas: un análisis a través de las patentes europeas", *Documento de trabajo 98-10*, Instituto de Estudios Sociales Avanzados (CSIC), Madrid. Consultado en http://www.iesam.csic.es/doctrab/dt-9810.htm.

MONTERO, M. (1996): *La Bolsa de Bilbao y los negocios financieros. La formación del mercado de capitales en el despegue industrial de Vizcaya*, Servicio Editorial Universidad del País Vasco, Bilbao.

PEREZ-AGOTE y POVEDA, J.M. (1953): "Orígenes del capitalismo en Vizcaya", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. VIII, nº 28, Enero.

PRICEWATERHOUSE COOPERS (2000): *Response to the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*. Consultado en www.pwcglobal.com.

QUIRÓS, G. (1998): "Madrid como centro financiero en la Unión Monetaria Europea", *Economistas*, nº 79, Colegio de Economistas de Madrid.

RAINGEARD, J.M. (2000): "Enterprises de croissance: les enjeux cross-border", *Banque Stratégie*, nº 176, Noviembre.

REED, H.C. (1981): *The Preeminence of International Financial Centers*, Praeger Publisher, Nueva York.

REVUELTA, M.D. (1992): *La Universidad Comercial de Deusto: 75 años formando profesionales para la empresa*, Fundación Luis Bernaola, Bilbao.

RODRIGUEZ, F. (2000): "Euronext no va contra nadie", *Expansión del Inversor*, 25 de Marzo.

ROMER, P. M. (1990): "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, vol. 98, nº 5, pt. 2.

ROMER, P. M. (1993): "Economic Growth", from *The Fortune Encyclopedia of Economics*, David R. Henderson, ed., Nueva York, Time Warner Books. Consultado en http://www.stanford.edu/~promer/Econgro.htm.

ROMER, P. M. (1994): "Beyond Classical and Keynesian Macroeconomic Policy", *Policy Options*, Julio-Agosto. Consultado en http://www.stanford.edu/~promer/policyop.htm.

ROMER, P. M. (1997): "An Interview with Paul M. Romer", por J. Kurtzman, *Strategy and Business*, First Quarter. Consultado en http://www.strategy-business.com/thoughtleaders/97110/.

ROMER, P.M. (1999): *Conversations with Economists: Interpreting Macroeconomics*, Brian Snowdon y Howard Vane, eds., Edward Elgar. Consultado en http://www.stanford.edu/~promer/Int_re_macro.html.

SOLOW, R.M. (1956): "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 70, 1, Febrero.

SWAN, T.W. (1956): "Economic Growth and Capital Accumulation", *Economic Record*, 32, Noviembre.

THE ECONOMIST (27/6/1992): "Financial Centers Survey".

THE ECONOMIST (1/3/2001): "Piecing China's markets together", Edición electrónica. Consultado en www.economist.com.

TORRENTE FORTUÑO, J.A. (1966): *Historia de la Bolsa de Bilbao*, Bolsa de Bilbao, Bilbao.

VAN DUYN, A., B. RAHMAN y D. LABATE (2000): "Exchanges to Create Global Equities Market", Edición electrónica de *Financial Times*, 7 de Junio. Consultado en http://www.globalarchive.ft.com/.