



MERCADOS FINANCIEROS: EL “TRILEMA” COMPETENCIA-CALIDAD-SUPERVISIÓN*

*

J. Hortalà

*

INTRODUCCIÓN

En perspectiva histórica, el mercado financiero pasó de ser corporación de derecho público, mutualizada y autorregulada a sociedad anónima, desmutualizada y sujeta a regulación institucional, para acabar en un escenario donde junto a las estructuras resultantes se promueven plataformas *ad hoc* a efectos competitivos. Por supuesto, como pone de evidencia la teoría económica al uso, el *monopolio puro* asigna ineficientemente puesto que aporta al mercado menor volumen y a un precio mayor que la *competencia perfecta*. En el mundo actual, la competencia perfecta es más bien una *rara avis*, puesto que pocas estructuras contractuales, si es que alguna, se ajustan a sus requerimientos. Primero, muchos compradores y vendedores. Segundo, producto homogéneo. Tercero, información perfecta. Y cuarto, libertad de entrada y salida.

Técnicamente, los mercados bursátiles son en teoría los que mayormente se acercarían a tales requisitos; en teoría, porque en la práctica, la legislación mercantil, la ingeniería financiera, la opacidad y la regulación destiñen significativamente estas características. No cabe en puridad, pues, el mercado perfectamente competitivo en el ámbito financiero. Pero, para rendir al “monopolio histórico”, se han ido autorizando plataformas alternativas al amparo de una legislación europea propensa al fomento de la competencia (primero MiFID I y posteriormente MiFID II, entre otras muchas disposiciones de diferente rango).

(*) *Comunicación. 3er. Congrés d’Economia i Empresa de Catalunya 2018.*

COMPETENCIA, CALIDAD, SUPERVISIÓN

A medida que se ha ido avanzando, se han observado, aparejadas a tal fomento competitivo, determinadas disfuncionalidades que repercuten en merma de la calidad del mercado, atendiendo a sus principios definidores (liquidez, spread, volumen, volatilidad, reputación...). La observancia de la *best execution* tiende a asegurar el mejor precio en términos competitivos, pero no por ello es el precio óptimo por lo que respecta al mercado perfectamente competitivo. Y en este contexto, la existencia de diferentes centros de negociación, cada uno con sus particularidades funcionales, fuerza a los gestores a distribuir sus órdenes entre distintos operadores con el incremento de costes que ello supone. Además de adecuar estrategias de negocio e incluso hábitos de relación con sus clientes.

La calidad del mercado sufre por la fragmentación pero, y muy importante, el riesgo potencial aumenta ya que tal fragmentación diluye la homogeneidad de criterios y prácticas supervisoras más allá de las fronteras nacionales. Si se consiguieran mantener varios centros de negociación juntamente con altos niveles de calidad de mercado, siendo complejo el binomio, resulta cuestionado el coste de supervisar y regular las diferentes plataformas. Cuando la regulación y supervisión de los mercados financieros es eficiente, equitativa y estricta, limitando la competencia entre instituciones financieras, se consigue una mayor estabilidad y se evitan situaciones de turbulencia. No sucede así en un mercado fragmentado, puesto que, además y colateralmente, no queda asegurada una normativa unificada transfronteriza que garantice la suficiente protección para los participantes en el mercado.

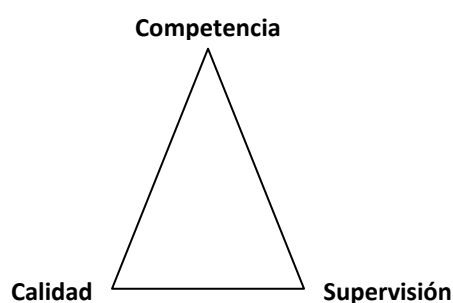
La multiplicidad de centros de negociación aumenta la competencia, (aunque dentro de los límites que fija el oligopolio). Ello no obstante, acarrea efectos negativos sobre la bondad de los precios de las operaciones, disminuye la probabilidad de casación de transacciones y aumenta la volatilidad de las cotizaciones. La disipación de liquidez, en episodios de alta volatilidad e incertidumbre, concluye en merma de la calidad del mercado y provoca que los *market makers* exijan mayores retornos en formas de comisiones y garantías, encareciendo el coste medio y el riesgo de los intervinientes en el mercado. La baja liquidez, adicionalmente, repercute en los precios al incrementar la susceptibilidad de ser alterados y así aumenta la incertidumbre y la inestabilidad.

Operativamente, la caída de liquidez provoca choques externos que concluyen en momentos de estrés del mercado. Más relevante aún: las plataformas, por sí mismas, perjudican el principio de neutralidad. En efecto, en el entarimado de plataformas, donde la frontera entre broker y mercado es difusa, surge un conflicto de intereses y de neutralidad en perjuicio del principio de equidad entre inversores. Porque los propios intermediarios, que son titulares de plataformas, pueden gestionar el mercado. Por ello, el Sistema Multilateral de Negociación llega a configurar un servicio con potencial conflicto de intereses, pues al ser los organizadores miembros del mercado actúan como internalizadores sistemáticos casando órdenes de clientes contra su propia cuenta de forma organizada, frecuente y sistemática. Y ello, en un contexto donde la concurrencia de HFT (*High Frequency Trading*) afecta la integridad del mercado debido a que la inmediatez de la ejecución de órdenes provoca situaciones no deseables. Situaciones estas surgidas justamente por la falta de transparencia.

En ese estado de cosas, entre otras disfuncionalidades, la liquidez, sustancial para el buen fin de las transacciones, no siempre sale mejorada. La fragmentación del mercado no juega a su favor, porque tal fragmentación diversifica la cuota entre muchos proveedores de información estrechando el marco operativo y provocando un círculo vicioso que imposibilita la casación de órdenes. En un mercado “perfecto” la formación de precios es eficiente debido a que las cotizaciones incluyen las perspectivas del mercado, el valor fundamental y los riesgos que conllevan los activos implicados. Sin embargo, la falta de liquidez provoca una situación de asimetría informativa, lo cual motiva que los inversores sean reacios a invertir en activos en los que los emisores conocen en mayor medida los riesgos que conllevan. Dicha ineficiencia se ve agravada en activos de nuevo cuño, puesto que los riesgos implícitos son más difíciles de cuantificar.

EL “TRILEMA”

En perspectiva actual, la *competencia* se suma a la *calidad* y *supervisión* como objetivos óptimos de los mercados financieros. Se plantea, por lo tanto, un “trilema” que en su contexto, como es sabido, no pueden conseguirse simultáneamente los tres objetivos. Hay que elegir entre dos de ellos y negligir el tercero.

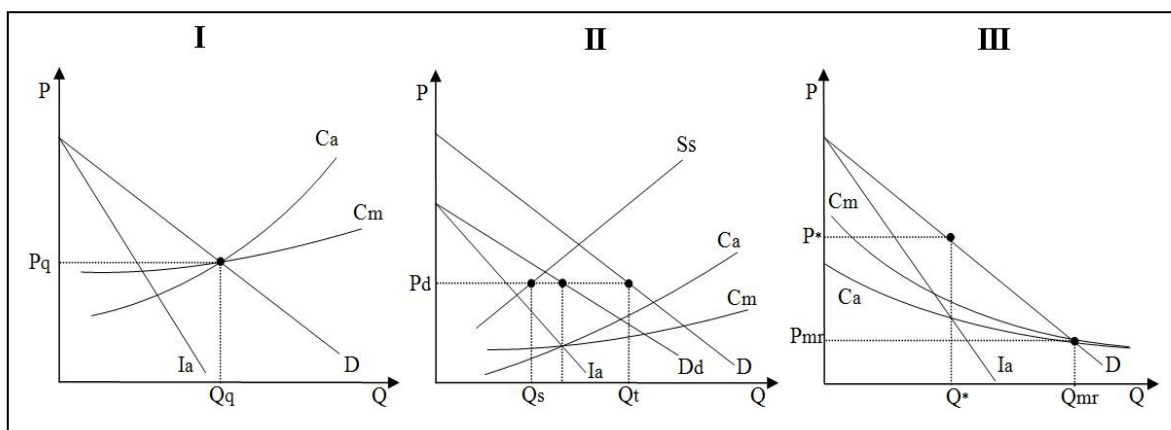


En la situación que nos ocupa, se presentan estas opciones. Primera, conseguir una competencia viable y la maximización de la calidad, renunciando a la supervisión. Ello, obviamente, no cabe en un mundo donde reguladores y supervisores devienen imprescindibles. Segunda opción, salvaguardar la supervisión y favorecer la competencia, renunciando a la calidad del mercado. Posibilidad esta inoperativa, ya que la falta de calidad llevaría a la estrechez contractual. Y tercera opción, implementar la calidad, mantener la supervisión y desconsiderar la competencia. En términos de eficiencia, esta alternativa sería teóricamente la más satisfactoria.

La práctica vigente tiende, en cierto sentido, hacia esta dirección en un marco, sin embargo, de notable imperfección. Porque a la calidad y a la supervisión se añade una competencia, que si bien lo es, configura un *mercado oligopolista* y, por lo tanto, viabiliza la existencia de plataformas que conllevan a la fragmentación del mercado con las disfuncionalidades señaladas que, junto a otros efectos no deseados, afectan negativamente a la eficiencia. En este panorama, por supuesto que la estructura actual es preferible al *monopolio puro*, pero el planteamiento de un *monopolio natural regulado* mejoraría, sin ningún tipo de dudas, el sustrato oligopolista imperante.

MONOPOLIO NATURAL REGULADO

El ordenamiento oligopolista actual, con sus pros y contras operacionales, se ajusta, dentro de los diferentes modelos posibles, a los de *competencia de precios* y, con mayor propiedad, al de *mercado con empresa dominante*. Los gráficos que siguen ilustran, a efectos comparativos y obviando la correspondiente homogeneización conceptual, los mutuos resultados y la propia del monopolio natural regulado. En cada gráfico, donde en el eje vertical se indican los precios y en el horizontal los volúmenes, se observa la curva de demanda (D) y, en su caso, la demanda de la plataforma dominante (Dd); la curva de ingreso marginal (Ia); las curvas de coste medio (Cm) y coste marginal (Ca); y, también en su caso, la curva de oferta de las plataformas seguidoras (Ss).



El modelo de competencia de precios o de Bertrand (I) prescribe un mercado con pocas plataformas, cada una de las cuales supone que los rivales continuarán manteniendo el precio fijado. Es decir, cada plataforma elegirá su precio (y, por tanto, el volumen correspondiente) suponiendo que el precio establecido por el rival se mantendrá. En este marco, cada plataforma ha de tener la suficiente capacidad para satisfacer al conjunto del mercado, puesto que si bajara el precio aumentaría el volumen demandado. Por supuesto, si alguna plataforma cobrara precios diferentes, la que lo fije a menor nivel aumentará su cuota y la que lo fije a nivel más alto, dejará de operar. En consecuencia, si cada plataforma se rige por el mismo precio, a los potenciales inversores les será indiferente operar con una o con otra. Sin embargo, pueden surgir en este entendimiento diferenciación por los distintos niveles de calidad de cada plataforma. Con todo, la *guerra de precios* conducirá a un equilibrio en que cada plataforma aplique un precio igual al coste marginal, conformando así un mercado competitivo, sujeto, no obstante, a un equilibrio de Nash, puesto que ninguna de las participantes tendría incentivo en alterar el precio, dado que si lo sube pierde cuota y si lo baja entra en pérdidas. En este caso, no debería excluirse la posibilidad de *dumping*, que o la propia evolución del mercado tendería a corregir o la intervención supervisora. En resumidas cuentas, en este oligopolio de competencia de precios, atendiendo al gráfico, el mercado se rige por un precio P_q y el volumen de transacciones se cifra en Q_q .

El modelo de oligopolio con empresa dominante o de liderazgo (II) tiene su fundamento en que las nuevas plataformas entran en el mercado reconociendo la existencia de una entidad principal

En este marco, la *señalización de precios* combina con el *liderazgo de precios*, en el sentido que o bien las plataformas estiman aceptable el precio vigente en el mercado (fijado por la entidad principal), si bien adicionando incentivos compensatorios o bien se replantean sus precios en régimen de *dumping*. Puede aparecer, en este último supuesto, la *diferenciación de precios* y, consiguientemente, troceamiento de la cuota de mercado. La entidad dominante, en función del alcance de tal troceamiento, reaccionará con bajada de precios y así sucesivamente hasta que el precio operativo distribuya los volúmenes al punto que las empresas seguidoras, más allá del *dumping*, acepten la nueva situación a riesgo de fijar nuevos precios más bajos que sus costes marginales. Transitoriamente, se alcanzará un equilibrio en el cual el precio fijado por la entidad dominante será el de referencia y, por su efecto, la determinación de las respectivas cuotas de mercado, después de un proceso en que precisamente la entidad dominante realizara el correspondiente ajuste. Tal equilibrio, de todos modos, devendrá inestable con el único límite que establezca el hecho que la empresa líder goce de costes de producción ventajosos respecto de todas y cada una de las plataformas. Ello no obstante y en términos generales, el precio de la empresa dominante será referente a largo plazo y a su tenor las respectivas cuotas de mercado. En esta dirección y con señalización estrictamente teórica, el gráfico de referencia fija un precio Pd con cuotas de mercado para las plataformas de Qs y de Qt–Qs para la entidad dominante.

Por lo que respecta al monopolio natural regulado (III) deben tenerse en cuenta varios matices. El monopolio natural, en este ámbito teórico y en sentido estricto, define una entidad que puede atender a todo el volumen del mercado con un coste menor que si fuera ofrecido por varios participantes. En este punto prevalece la alta cuantía de la inversión inicial asociada, a su vez, a elevados costes de mantenimiento. En un contexto, de todos modos, donde las economías de escala juegan un papel relevante. El monopolio natural, en el marco de estas características, ofertará un volumen que en su totalidad estará sujeto al tramo decreciente de la curva de costes medios, fijándose su equilibrio en el llamado punto de Cournot ($I_a = C_a$). Su existencia deriva, en las circunstancias actuales, de las implicaciones del *monopolio artificial*, es decir, de la existencia de la actividad monopolista gracias a la existencia de barreras de entrada (usualmente sancionadas por reglamentación específica).

Es evidente que una tal opción choca estridentemente con los principios que en el mundo de hoy informan y abonan el favorecimiento de la competencia perfecta. Ello no obstante, por la propia naturaleza del monopolio natural, tal estridencia puede rechazarse e incluso resultar beneficiadora para el buen funcionamiento del mercado en ganancia de oferentes y demandantes. Más aún, el monopolio natural simple queda sólidamente reforzado bajo el paraguas de una *regulación* estricta y eficaz, porque entonces el precio fijado (y la ampliación del mercado implícita) excluye la posibilidad de beneficio extraordinario al fijarlo justamente al determinado por el coste medio. En ello tiene su fundamento, originario pero no único, la regulación al margen de los efectos beneficiosos para la innovación que prescribe el modelo shumpeteriano. En el gráfico se observa, efectivamente, que el precio Pmr viene determinado por la intersección de la curva de tal coste medio con la de la demanda del mercado, estableciendo al respecto un precio P_{mr} y un volumen de Q_{mr} (bien diferente del *monopolio puro* que determina un precio muy superior, P*, y un volumen mucho menor, Q*).



De la mutua comparación (teórica) de las estructuras contractuales referenciadas, deviene concluyente que el *monopolio natural regulado* ofrece las mayores ventajas en términos generales. De entrada, precios más bajos y posibilidad de mayores volúmenes de contratación, respecto del oligopolio con competencia de precios y respecto también del oligopolio con empresa dominante. La mayor contratación minorra la volatilidad y así la configuración de un solo mercado confiere mayor seguridad y eficiencia que varios sistemas de negociación, con el añadido de consolidar la neutralidad contractual frente a la disyuntiva que el operador sea a la vez operante. Junto a ello, el monopolio natural regulado imposibilita la fragmentación del mercado, evitando en consecuencia sus disfuncionalidades. La calidad resta maximizada de acuerdo con sus elementos definidores. A la vez, la función supervisora gana en eficacia al tiempo que permite mejoras en lo relativo a desburocratización. Y, en definitiva, la entidad operante mantiene su funcionamiento en régimen de cobertura de costes totales (incluyendo la retribución del capital) y los inversores, protegidos por óptima calidad de mercado y supervisión, acogen el beneficio del mejor precio posible dadas las características del mercado.



BIBLIOGRAFÍA

- Akerlof, George A. (1970). *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. Quarterly Journal of Economics.
- Fama, Eugene F. (1965). *The Behavior of Stock Market Prices*. The Journal of Business.
- Goldsmith, Raymond W. (1969). *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Hortalà, Joan (2013). *Teoría Económica. Microeconomía*. Vicens Vives. Barcelona.
- King, Robert G., and Levine, Ross (1993). *Finance and growth: Schumpeter might be right*. Quarterly Journal of Economics.
- Mehran, Hamid and Stravos Peristiani.(2009) *Financial Visibility and the Decision to Go Private*. Federal Reserve of Bank of New York.
- Piffaut, Pedro V. and Rey Miró, Damià (2018): *Financial Quality Index*. Account and Financial Management Journal.
- Vives, Xavier (2010): *La Crisis Financiera y la Regulación*. IESE Business School. Barcelona.



Barcelona, marzo 2018