

# SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL, 1994: UN BALANCE EN TERMINOS DE COMPETITIVIDAD

Raimundo Ortega Fernández

## I. INTRODUCCION

Los numerosos comentarios con los que ha sido acogida en los últimos años la publicación de los informes sobre competitividad del *World Economic Forum* explican, en buena medida, el interés despertado por la situación de la economía española y de algunos de sus sectores más importantes en ese contexto.

Todos, expertos y legos, participábamos en la impresión según la cual nuestra economía era poco competitiva, y desde muchos años atrás voces ilustradas venían clamando en el desierto de la auto-complacencia nacional la puesta en práctica de medidas decididas para enderezar una situación que se juzgaba de gravísimas consecuencias. Pero, como ha venido sucediendo siempre a lo largo de nuestra historia contemporánea, ha sido preciso que desde fuera se señalara lo que algunos de nuestros espíritus más críticos habían denunciado mucho antes para que la opinión pública cobrara conciencia de la importancia del hecho en cuestión y se iniciara un debate sobre sus posibles remedios.

En este caso, la publicación del informe del *World Economic Forum* correspondiente a 1994, exponiendo las pésimas calificaciones obtenidas por nuestro país en la evolución de su competitividad frente a otras economías competidoras con la nuestra, ha acentuado la gravedad de la situación y la urgencia de un debate detenido respecto a sus posibles remedios.

El análisis de la competitividad de nuestro sistema financiero debe tener en cuenta, en primer lugar, la existencia de un marco general de actuación de las entidades que lo componen, marco que condiciona los factores, específicamente competitivos que aquéllas pueden manejar para mejorar su posición, y servir eficientemente a las empresas y restantes agentes que constituyen la economía real del país. Como es lógico, el actor determinante en la configuración de ese marco son los poderes públicos, ya que de ellos dependen primordialmente la

política económica, el sistema fiscal, las normativas financieras, supervisoras y laborales, y otras variables que no creo necesario mencionar por sabidas.

Pero no todo es intervención pública. Los propios mercados e instituciones financieras están sometidos a cambios endógenos que alteran sustancialmente su competitividad, y los últimos años han sido escenario de modificaciones espectaculares que han trastocado las estrategias de negocio y los propios objetivos de las empresas financieras en la búsqueda de una mayor eficiencia. Como no por conocidos dejan de ser relevantes, permítanme recordar brevemente los cambios que considero más esenciales al propósito de mi trabajo.

El primer rasgo que destacaría es *la simplificación de las normas reguladoras y la integración de sistemas financieros y mercados de capitales*, especialmente significativa en nuestro caso a partir del ingreso de España en la entonces llamada CEE. No menos relevante ha sido *la aparición de nuevas técnicas y nuevos activos financieros*, que han ampliado las posibilidades operativas pero también han originado riesgos antes inexistentes, provocando la inquietud de las autoridades supervisoras, que, además, se han visto forzadas a decidir qué entidades merecían su ayuda en momentos en que se asistía a *la casi completa desaparición de las fronteras tradicionales entre diversos intermediarios financieros y a la paulatina pérdida de importancia del sistema bancario como eje del sistema financiero*.

Cada año que pasaba, la interdependencia de los mercados financieros mundiales se acrecía, difuminando las distinciones entre crédito bancario y emisión de valores, operaciones domésticas e internacionales, instrumentos de contado y productos derivados. Esa integración creciente ha estimulado hasta límites inimaginables los flujos de inversión transnacionales. Es claro que todos estos fenómenos han tenido algunas repercusiones trascendentales para determinadas entidades y mercados y, desde luego, para la forma en que encaraban sus estrategias competitivas; un ejemplo es *la desintermediación*, que ha pasado de ser el mayor enemigo

de las entidades bancarias a constituir una de sus fuentes de ingreso con más futuro. Por otro lado, la expansión de los nuevos productos derivados —la amplia gama de futuros y opciones— ha empujado a los mercados clásicos —las bolsas, fundamentalmente— a realizar cambios y adaptaciones que sin ese reto acaso hubieran tardado varios años en implantar.

Para instituciones y mercados financieros, competir significa hoy en día contar con una posición bien arraigada en su propio país para poder, después, operar en la escena internacional. No debe olvidarse que, salvo contadas excepciones, la capacidad para competir internacionalmente requiere una base doméstica muy bien definida. Y ello exige contar con una clientela amplia y diversificada, disponer de una infraestructura técnica contrastada y de una dirección bien informada y susceptible de adaptación rápida a cualquier innovación financiera productiva. Pero, además, una entidad que en sus propios mercados disfrute de esas ventajas precisará, para poder competir en los mercados allende sus fronteras, gozar de otra serie de condiciones, tales como superar un cierto tamaño que le facilite la obtención de economías de escala, al tiempo que le permite aprovechar eficientemente la existencia de nexos entre los diversos mercados y beneficiarse de las facilidades implícitas en una oferta variada de productos y servicios financieros a su clientela, reforzando así su posición frente a la de los competidores.

Dicho esto, paso a describir las líneas que seguirá mi argumentación.

Examinaré, en primer lugar, los episodios principales que durante los últimos años han condicionado la eficiencia y competitividad del *sistema bancario español* —entendido como el conjunto de bancos y cajas de ahorros—, destacando tanto su reflejo en las cuentas de resultados como la comparación con datos referentes a entidades extranjeras. En ese contexto, se estudia en qué medida las presiones competitivas se han enmarcado en una estrategia ligada al objetivo de aumentar el tamaño, aun a costa de sacrificar temporalmente rentabilidad, así como las posibles deficiencias o éxitos en dicha respuesta.

En el caso de los *mercados de capitales*, se analizan sus cuatro piezas esenciales —mercado de deuda pública, mercado de renta fija privada, de acciones y de productos derivados—, insistiendo tanto en los progresos realizados como en las mejoras que todavía quedan por consolidar, a fin de capacitarles plenamente en un contexto globalizado y extremadamente competitivo.

La tercera y última parte, dedicada a *conclusiones*, pretende recapitular los aspectos más destacados del funcionamiento de nuestro sistema financiero mediado ya el año 1994, llamando la atención sobre hasta qué punto su eficiencia y competitividad

están influidas no sólo por las estrategias generales, las políticas concretas y las prácticas operativas de entidades y mercados, sino también, y muy principalmente, por el marco legal impuesto por los poderes públicos; sobre todo, por las normas fiscales y los criterios supervisores.

## II. EFICIENCIA Y COMPETITIVIDAD EN EL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

El sistema bancario español —es decir, bancos y cajas de ahorros— ha seguido experimentando en los últimos años los efectos de la creciente competencia originada por una variedad de factores que han condicionado la evolución de estas instituciones financieras desde finales de la década de los años setenta.

Ese proceso de transformación está caracterizado por una serie de rasgos que, como acabo de decir, se han traducido en un aumento de la competencia: liberalización del marco regulatorio; entrada de la banca extranjera; integración en Europa, con las consiguientes exigencias de armonización; desintermediación y otros varios de menor importancia.

Se montó así, por expresarlo de alguna forma, el escenario adecuado para que las entidades bancarias españolas iniciaran una fuerte lucha competitiva. Sus episodios claves comienzan con la llamada «guerra de las supercuentas» en 1989, continuando con la lucha por aumentar la cuota de mercado mediante el lanzamiento de otros productos de pasivo durante 1990 y la utilización de las entidades de inversión colectiva filiales de bancos y cajas a lo largo de 1991.

El resultado fue una erosión de los márgenes de pasivo, muy perceptible a partir de finales de la década de los años ochenta, que se acentúa posteriormente por el aumento de la competencia provocado por la reducción del coeficiente de caja, que suministró mayores incentivos aún a la lucha por aumentar las cuotas de pasivo. No quiero dejar pasar por alto, en este breve resumen de carácter histórico, el hecho interesante de que la caída de los resultados de estos dos grupos de entidades bancarias se vio mitigada por las limitaciones crediticias impuestas por el Banco de España entre mediados de 1989 y principios de 1991, que permitieron un mantenimiento de los márgenes en los mercados de activo y amortiguaron los comportamientos competitivos de las entidades más agresivas del sector.

A lo largo de estos años cruciales, el sistema bancario llevó a cabo una profunda reestructuración que, concebida quizá como medio de defender sus niveles de rentabilidad, produjo un cambio radical en su grado de concentración. El sistema elegido

fue la fusión y absorción entre entidades, especialmente entre grandes bancos y entre cajas de ahorros de pequeña y mediana dimensión, salvo el caso de alguna grande. Este cambio de estructura ha de entenderse, en mi opinión, como una respuesta a la creciente competencia interna y como una estrategia defensiva —alentada por las autoridades monetarias, todo hay que decirlo— frente a la banca extranjera. Pero, simultáneamente, era un medio para llevar a cabo una profunda racionalización de la estructura organizativa de las entidades en su dimensión propiamente bancaria, al tiempo que les permitía afinar su presencia en otros sectores financieros, e incluso industriales.

El resultado ha sido un aumento de la cuota de mercado por parte de los grandes bancos y cajas de ahorros, un incremento significativo de su capitalización y un fuerte impulso al proceso, desde hace mucho tiempo deseado, de racionalización de la red. Este último aspecto cobra especial relevancia en relación con las segundas marcas de los grandes grupos bancarios, pues, salvo que se hayan reconvertido en entidades especializadas —como por ejemplo banca personal—, las entidades matrices se han desprendido de ellas vendiéndolas a entidades extranjeras y facilitando de esta forma el proceso de integración del sistema bancario español en el europeo. Y es que, por parte de la banca extranjera, la política de adquisición de segundas marcas de entidades españolas se ha visto complementada por la penetración directa de entidades, sobre todo de países geográficamente cercanos —Francia, Italia, Portugal—; y si bien en ocasiones dicha entrada se ha dirigido a las actividades de banca al por menor, en la mayoría de los casos predominaron las operaciones propias de banca al por mayor o especializada. En todo caso, con casi un 14 por 100 de la cifra de balance del sector banca-

rio, estas entidades han contribuido notablemente a acentuar la competencia. La respuesta española, por su parte, ha consistido, primero, en una expansión geográfica en áreas cercanas —gracias a la apertura de nuevas oficinas o la compra de alguna entidad pequeña— y, segundo, en el establecimiento de acuerdos de colaboración con entidades extranjeras de tamaño semejante, con el fin de intercambiar servicios de atención a la respectiva clientela.

El fenómeno de reforzamiento de la competencia al que he venido aludiendo ha tenido también otra manifestación interesante, pues, dejando a un lado la reestructuración intrasectorial, se han producido operaciones que implicaban a entidades pertenecientes a sectores financieros diferentes, combinando esa política con la aplicación de los propios recursos productivos —redes de oficinas, medios informáticos, personal ocioso— a la oferta de operaciones no típicamente bancarias.

Las consecuencias de ese abanico de presiones competitivas se muestra claramente en los balances bancarios (cuadro núm. 1). Como es fácil comprobar, el aumento de la competencia a partir de 1987 se ha reflejado en un claro descenso en el margen de intermediación de bancos y cajas que, si bien mitigado por los esfuerzos hechos para potenciar los ingresos mediante el cobro de comisiones por servicios y otras operaciones, así como por contener los gastos de explotación, ha reducido, en promedio, los beneficios contables en nada menos que una cuarta parte en seis años, acusándolo algo más las cajas que los bancos.

En todo caso, si nos centramos en el margen de explotación (es decir, el margen ordinario menos los gastos de explotación), saltan a la vista dos hechos interesantes desde la perspectiva de este breve

CUADRO NUM. 1  
EVOLUCION DE MARGENES Y COSTES EN EL SISTEMA BANCARIO

	Media 1980-84	1987	1992	1993
<b>A) Banca privada</b>				
Margen de intermediación .....	4,00	3,96	3,35	3,01
Margen ordinario .....	4,82	4,72	4,28	3,89
Gastos de explotación .....	3,15	2,67	2,74	2,42
De los que, gastos de personal .....	2,16	1,72	1,68	1,49
Resultado antes de impuestos .....	0,67	1,02	1,06	0,78
<b>B) Cajas de Ahorros</b>				
Margen de intermediación .....	4,79	5,38	4,04	3,88
Margen ordinario .....	4,99	5,63	4,52	4,46
Gastos de explotación .....	3,34	3,19	2,91	2,78
De los que, gastos de personal .....	2,18	1,87	1,74	1,67
Resultado antes de impuestos .....	1,00	1,34	1,05	0,97

Fuente: Banco de España.

análisis: primero, que el sostenimiento del mismo durante 1993 se debe casi exclusivamente al comportamiento excepcionalmente favorable de las operaciones con deuda pública y con moneda extranjera y, segundo, a la política bancaria de encarar la competencia de una manera más realista; es decir, luchando contra el estrechamiento continuado de los diferenciales obtenidos en las operaciones ordinarias al intentar ajustar con mayor rapidez los costes financieros a la evolución del ciclo económico y al comportamiento de los propios mercados financieros.

Aun así, no deja de ser curiosa la estabilidad de los resultados bancarios a lo largo de las últimas décadas (véase el gráfico 1). Lo que sí es evidente, con todo, es el descenso en la rentabilidad observada de los recursos propios, ya se trate de bancos o de cajas, a lo largo de los últimos cuatro años (cuadro núm. 2), destacando el hecho de que la rentabilidad porcentual de los recursos propios de los bancos respecto a los de las cajas, que fue sólo un 10 por 100 inferior como media del cuatrienio, represente un 32 por 100 menos en 1993.

**CUADRO NUM. 2**  
**RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS MEDIOS**  
**(En porcentaje)**

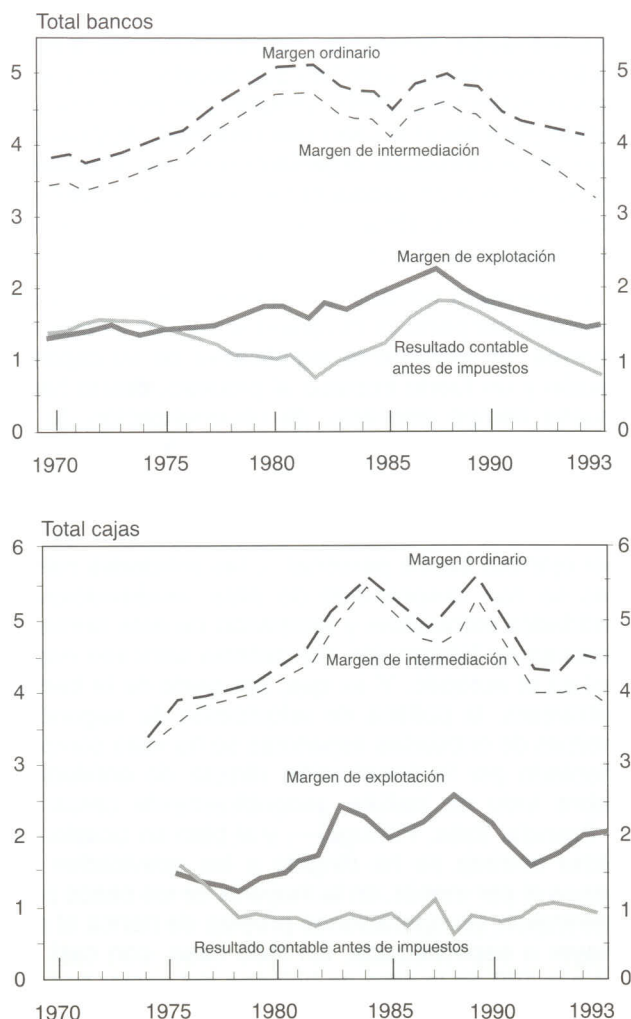
	1990	1991	1992	1993
Bancos .....	16,92	15,72	11,53	9,28
Cajas .....	15,58	15,15	14,63	13,70

Fuente: Banco de España.

Es inevitable que a la hora de estudiar la eficiencia del sistema bancario español se hagan comparaciones con otros sistemas, supuesta o realmente más desarrollados, y que se saquen consecuencias respecto al grado en el cual la mayor o menor eficiencia es resultado de los diferentes grados de competencia reinantes en unos y en otros.

A tal propósito, los cuadros núms. 3 y 4 recopilan algunas cifras de interés. Las comparaciones tanto de bancos, como de cajas españolas con entidades semejantes de otros países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón indican que, en general, los nuestros, contando con márgenes de intermediación más amplios, tienen mayores gastos de explotación y de personal que la media de los intermediarios foráneos, siendo la diferencia, en el caso de los gastos de personal del 19 por 100 en los bancos y nada menos que del 27 por 100 en las cajas. Y si bien es cierto que estas comparaciones han de efectuarse con suma precaución, ya que los marcos legales e institucionales, así como la política concreta de las entidades, varía de un país a otro, no cabe ocultar una primera impresión de menor ef-

**GRAFICO 1**  
**PRINCIPALES MARGENES DE LA CUENTA DE RESULTADOS. PORCENTAJE SOBRE ATM**



Fuente: Banco de España.

ciencia de nuestras entidades bancarias respecto a las de otros países. El cuadro núm. 4, por su parte, intenta arrojar una cierta luz respecto a las causas de esa menor eficiencia, pues los mayores costes operativos de nuestros intermediarios pueden estar íntimamente ligados a que, a pesar de los intentos de racionalización emprendidos durante los últimos años, el tamaño de las oficinas bancarias españolas sigue siendo inferior al de otros países y no alcanza, probablemente, la dimensión que podría calificarse de eficiente.

No es ésta la ocasión adecuada para llevar a cabo una discusión detallada de las causas de esas diferencias, pero sólo quiero apuntar dos observaciones que merecerían discusión en otro momento. En primer lugar, creo que la profunda crisis bancaria por la que atravesó nuestro sistema fue un factor

**CUADRO NUM. 3**  
**MARGENES Y COSTES EN 1992**  
**(Porcentaje sobre cifra media de balance)**

	Margen de intermediación	Gastos de explotación	Gastos de personal
<i>Banca</i>			
España .....	3,35	2,74	1,68
Estados Unidos .....	3,85	3,78	1,58
Italia .....	2,55	2,48	1,53
Alemania .....	1,84	1,80	1,08
Francia .....	2,18	2,10	1,18
Reino Unido .....	2,79	3,05	1,70
Japón .....	1,26	0,92	0,48
<i>Cajas de Ahorros</i>			
España .....	4,04	2,91	1,74
Estados Unidos .....	3,41	2,55	1,01
Italia .....	4,02	3,09	2,15
Alemania .....	2,89	2,23	1,46
Bélgica .....	2,03	1,81	0,85

Fuente: Bank Profitability, OCDE, y Asociación Española de Banca Privada.

retardatario de la competencia, y ello, entre otros motivos, porque sin empañar a largo plazo los propósitos liberalizadores de las autoridades monetarias, le impusieron unos ritmos mucho más lentos habida cuenta del mayor peso específico que cobró la preservación de la estabilidad y la solvencia de las entidades. Por otro lado, y en sentido opuesto, exceptuando los momentos en que las propias entidades bancarias acordaron una estrategia de acuerdos tácitos para evitar el recrudescimiento de la competencia, ésta se manifestó de forma creciente en nuestro sistema financiero no sólo por la necesidad de responder a los retos impuestos por el auge de los mercados como alternativa a los procesos de

intermediación bancaria y por la competencia creciente entre bancos y cajas españoles, sino también por lo que para ambos grupos de entidades, pero sobre todo para los primeros, suponía la presencia de la banca extranjera en nuestro país.

Este último hecho pone de relieve que la competitividad del sistema bancario español cara al futuro pasa, primordialmente, por cumplir dos objetivos esenciales: la mejora de su eficiencia y capacidad innovadora, y el aumento de su presencia en los principales mercados y centros financieros internacionales. Dos observaciones a propósito de ambas exigencias.

En el informe del *World Economic Forum* correspondiente a 1994, y referido a un total de 41 países —los de la OCDE y otros desarrollados y en vía de desarrollo—, España ocupa el puesto 31 en políticas monetaria y fiscal, el 29 en coste del capital, el 36 en contribución de los mercados de valores, el 25 en servicios financieros, el 39 en calidad de la dirección y el 36 en actitud de los trabajadores. Es bien cierto que estos índices incorporan un alto grado de subjetividad, y estoy seguro que los altos directivos de bancos y cajas españoles obtendrían calificaciones mucho mejores si se efectuase una muestra dedicada exclusivamente a entidades bancarias. Prueba de ello es que en la parte del mismo informe dedicada a los aspectos financieros nuestras entidades salen mejor paradas, si bien ha de aceptarse que su gran solvencia o suficiente dimensión contrastan con las deficiencias denunciadas en la estructura financiera de nuestras empresas o el inadecuado funcionamiento de nuestros mercados de capitales.

La segunda cuestión que deseaba apuntar se refiere a la escasa presencia de nuestras entidades bancarias en los mercados internacionales y, por ende, su escasa capacidad de competir en un escenario que cada vez va a cobrar mayor importancia.

**CUADRO NUM. 4**  
**TAMAÑO DE LAS OFICINAS BANCARIAS (1992)**

	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia (**)	Bélgica	Japón	España
<i>Bancos comerciales</i>							
Préstamos por oficina (*) .....	9,62	3,78	5,26	4,63	3,51	26,10	1,33
Depósitos por oficina, excluidos los interbancarios (*) .....	8,04	4,39	7,93	4,62	3,80	30,95	1,78
Empleados por oficina .....	29	18	32	18	14	28	9
<i>Cajas de Ahorros</i>							
Préstamos por oficina .....	2,66		3,38		3,67		1,02
Depósitos por oficina, excluidos los interbancarios .....	3,00		3,33		3,39		1,62
Empleados por oficina .....	—		15		15		6

(\*) En m.m.

(\*\*) Sólo grandes bancos.

Fuente: Bank Profitability, OCDE, y Asociación Española de Banca Privada.

En el cuadro núm. 5 se han resumido los rasgos básicos de tres grandes mercados internacionales en los cuales, por desgracia, la presencia de las entidades bancarias españolas es muy reducida. Esos tres mercados son el de eurocréditos, el de eurobonos y el de divisas. Los tres participan de algunos rasgos estructurales comunes: se trata de mercados muy integrados y en los cuales los factores nacionales adquieren poca importancia; la diferenciación en las características de los activos y la fuerte competencia en los precios son evidentes; por último, sin desprestigiar la relevancia que supone la nacionalidad de las instituciones, se trata de mercados en los cuales esa nota goza de menor importancia que, por ejemplo, la capacidad de innovar, el conocimiento de los mercados y los esfuerzos de la entidad para adaptar las necesidades del cliente a las pretensiones de los prestatarios. En una palabra, son mercados muy homogéneos para cualquier entidad de no importa qué país y, por tanto, donde lo primordial es la capacidad de éstas para competir. Pues bien, en esos mercados la presencia de las entidades bancarias españolas sigue siendo muy reducida. Quizá algo tenga que ver ello con el escaso tamaño de nuestras entidades bancarias. En efecto, el primer banco español en términos de activos figuraba en 1993 en el puesto 74, y en el 51 por recursos propios, entre los 1.000 mayores del mundo, y si consolidamos, con datos de primeros de este año, el nuevo grupo Santander-Banesto de acuerdo con los mismos criterios, su lugar se encontraría entre el 45 y 50 por activos y el 48 por recursos propios. De todas formas, ello no sería más que el fiel correlato de lo que sucede con nues-

tras empresas, de las cuales sólo 12 figuran entre las 1.000 primeras mundiales por su capitalización bursátil en 1993, y de ellas las dos primeras ocupan los puestos 160 y 165, respectivamente.

Esta referencia al tamaño de los grandes bancos españoles —y lo mismo cabría decir, *mutatis mutandis*, de las grandes cajas de ahorros— me permite traer a colación una cuestión que ha condicionado decisivamente la competencia bancaria a lo largo del último lustro: me refiero a la estrategia de algunas de sus entidades privadas más dinámicas para aumentar rápidamente su tamaño a costa de sacrificar a corto plazo su rentabilidad.

Esa estrategia se planteó claramente tanto en el fallido intento de absorción de Banesto por el Banco de Bilbao como en la efectivamente lograda fusión entre éste y el Vizcaya, y ha culminado, por el momento, con la adquisición del Banesto por el Banco de Santander. Esta última entidad había iniciado en el otoño de 1989 la política de crecimiento mediante un sacrificio moderado de su rentabilidad. Después de algunas vacilaciones iniciales, su decisión fue imitada por los restantes grandes bancos, con la notable excepción de uno de ellos, que optó deliberadamente por mantener una rentabilidad alta a costa de renunciar al crecimiento.

De los tres grandes bancos privados que apostaron por el crecimiento, sólo uno ha podido seguir al Santander en cuanto al mantenimiento de una rentabilidad aceptable; otro se ha rezagado notablemente y el tercero se ha quedado en el camino. En cuanto a la entidad que eligió la estrategia opues-

CUADRO NUM. 5  
RASGOS BASICOS DE LOS MERCADOS INTERNACIONALES (\*)

Mercado	Tamaño	Características principales	Participación de entidades españolas
Eurocréditos	180 m.m. \$	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Casi 70 por 100 en dólares USA.</li> <li>— Ausencia coeficientes legales.</li> <li>— Mercado segmentado con especialización por entidades.</li> <li>— Importancia de las relaciones de clientela.</li> <li>— Preponderancia de los bancos comerciales.</li> <li>— Predominio del carácter internacional respecto al factor nacionalidad.</li> </ul>	— Muy escasa.
Eurobonos	184 m.m. \$	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Dólar, yen, marco alemán, libra esterlina, franco francés y ecu son las monedas más utilizadas.</li> <li>— La peseta ha cobrado una importancia modesta en 1993.</li> <li>— Mayor relevancia de la nacionalidad (tanto en el director principal de la emisión, como en la moneda en que se realiza y en el prestatario).</li> </ul>	— Marginal.
Divisas	900 m.m. \$ diarios	<ul style="list-style-type: none"> <li>— El dólar USA y el DM son las monedas más negociadas.</li> <li>— Fuerte correlación entre la plaza en que se cotiza y el uso de la moneda.</li> <li>— Destacado papel de los bancos americanos.</li> <li>— El mercado de divisas español suponía en 1992 el 1,1 por 100 del total mundial.</li> </ul>	— Escasa, reducida al mercado de la peseta.

(\*) En 1993.

ta —mantener la rentabilidad sacrificando el crecimiento—, la incógnita reside en saber si a medio plazo podrá sobrevivir en una lucha competitiva que se planteará entre entidades —españolas y extranjeras— que serán gigantes para su tamaño.

Una última reflexión sobre la competitividad y el sector bancario en 1994. Como es sabido, a finales de 1993, el Banco de España sustituyó provisionalmente al Consejo de Administración de uno de nuestros grandes bancos privados para «defender los intereses de la comunidad bancaria, de la sociedad en general y de la entidad afectada». El nuevo Consejo de Administración, mucho más reducido y compuesto por profesionales de los grandes bancos, tenía como misión determinar la situación exacta de la entidad en cuestión y la cuantía de las ayudas precisas, y establecer —en colaboración con las propias autoridades monetarias— un plan de saneamiento que evitase la quiebra del citado banco.

Ese plan de saneamiento ha supuesto no sólo la inyección de fondos públicos, vía aportaciones extraordinarias del Banco de España al Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios, sino también la movilización de cuantiosas ayudas por parte de los restantes bancos, incluido un préstamo de 40.000 millones a cuatro años, sin interés. Todo ello dejará sentir sus efectos en los beneficios bancarios de los próximos años.

Dicho así, la cuestión que conviene plantear es la incidencia de este tipo de operaciones de salvamento sobre la competencia y, en último lugar, su justificación. También puede presentarse el dilema en términos de los beneficios obtenidos al apuntalar la estabilidad interna y la confianza exterior en nuestro sistema bancario frente a los costes financieros de ello a corto plazo, pero, sobre todo, en relación a la posible visión según la cual, en banca, cualquier política imprudente, cualquier estrategia equivocada vale, especialmente cuanto mayor es la entidad en cuestión. Hemos sido testigos en los últimos años de un sutil cambio, pues de la protección de los depósitos hasta una determinada cuantía se ha pasado a proteger a todos los depósitos, y de ahí hemos dado el arriesgado salto de proteger a los accionistas de la institución en crisis. Los posibles efectos perturbadores de esta doctrina sobre la eficiencia y la competitividad en el sector bancario es una cuestión respecto a la cual conviene reflexionar.

### III. LOS MERCADOS DE CAPITALS

En comparación con los sistemas bancarios, los mercados de capitales lograron acercarse antes a las condiciones teóricas que suelen favorecer la competencia: es decir, operar con un mínimo de restricciones —ya sean éstas fiscales, financieras,

obstáculos a la libertad de movimientos de capitales, libertad de entrada y de salida para los agentes, rápida difusión de la información, entre otras—, y asegurar la máxima liquidez y transparencia en los procesos de formación de precios.

Ese fortalecimiento de los mercados ha originado numerosos beneficios, pero sobre todo, al aproximar a las partes implicadas en los procesos de inversión y ahorro, ha reducido costes y potenciado la competencia, originando un efecto imitación que ha obligado a modernizarse a otros sectores del sistema financiero, al tiempo que ampliaba las fronteras geográficas, borrándolas en la práctica y haciendo que la oferta de fondos prestables fuese tal que permitiese satisfacer casi cualquier demanda imaginable. En otras palabras, la modernización y la mayor competencia en los mercados de capitales ha asegurado una mejor asignación de los recursos financieros. Pero no todo han sido beneficios: la inestabilidad de los precios y su volatilidad se han acentuado, incrementando la fragilidad de los mercados y los sistemas de pagos ante los efectos de una crisis que, aun cuando se inicie en un sector aislado, puede propagarse con acelerada rapidez gracias, precisamente, a la existencia de unos mercados caracterizados por su universalidad e íntima conexión.

Si echamos de nuevo mano a los más recientes informes del *World Economic Forum* sobre la competitividad internacional, comprobaremos que nuestros mercados de capitales no salen muy bien parados. En efecto, se considera que en España el mercado de valores no cumple adecuadamente su misión como canal de financiación empresarial, que la capitalización bursátil no refleja el valor de mercado de las empresas, que el coste de capital es, para ellas, elevado, y difícil la obtención de capital riesgo, por mencionar algunas de las opiniones más significativas.

Después de esta breve introducción general, conviene repasar algunos de los rasgos más característicos de los cuatro sectores que constituyen nuestros mercados de capitales. Me refiero a los mercados de deuda pública, de renta fija privada, de acciones y de productos derivados.

#### 1. Mercado de deuda pública

Aun cuando estamos en presencia del más importante, con mucho, de los tres mercados españoles de renta fija, el de deuda pública anotada es el menor entre los doce principales mercados de la OCDE para esta clase de valores. No es fácil, por otro lado, realizar comparaciones inequívocas referentes a rasgos estructurales u operativos que permitan sacar conclusiones claras respecto a la competitividad de uno u otro mercado. Sí puede afirmarse que el español es, de un lado, un mercado muy moderno, al estar representada la deuda en

anotaciones en cuenta, y ofrecer una compensación y liquidación que en las operaciones registradas en la Central de Anotaciones del Banco de España se efectúa con valor mismo día, y en las negociadas en las bolsas con valor cinco días después, y ser prácticamente operaciones sin riesgo al estar sujetas al principio de entrega contra pago.

Pero si bien nuestro mercado de deuda es funcionalmente comparable a los grandes mercados mundiales de esta clase de valores, ofrece una nota desfavorable que no conviene pasar por alto. Me refiero a su elevada volatilidad, sobre todo en circunstancias de incertidumbre cambiaria o monetaria. Ello tiene mucho que ver con un rasgo específico de nuestros mercados de fondos públicos, cual es el elevado porcentaje de saldos de los mismos mantenidos por no residentes (aproximadamente, un 15 por 100 a mediados del pasado mes de agosto). Lo que esto significa es que una inversión extranjera tan considerable, al tiempo que refuerza la liquidez y profundidad del mercado, también potencia su volatilidad en aquellos momentos en los cuales ciertas circunstancias —como pueden ser rumores de elevación de los tipos a corto o fluctuaciones de la divisa— provocan un desplazamiento de la negociación hacia otros mercados foráneos.

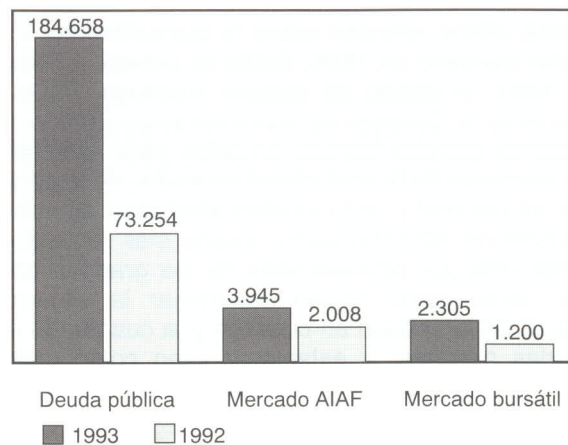
En todo caso, se trata de un mercado dominado por las entidades bancarias nacionales, aun cuando hay algunos bancos extranjeros muy activos, pues según los criterios establecidos por el Banco de España, de los once primeros creadores de mercado nueve son españoles.

## 2. Mercado de renta fija privada

Está constituido por dos submercados: el bursátil y el organizado en torno a la AIAF (gráfico 2). En el último año, el mercado formado por las cuatro bolsas españolas ha negociado 2.305 m.m., de los cuales casi el 70 por 100 se ha contratado en el mercado electrónico y el 30 por 100 en los tradicionales «corros». En cuanto al mercado de la AIAF, los sectores de cédulas hipotecarias, bonos y obligaciones, así como el de pagarés de empresa, tienen un peso equivalente, siendo el de bonos matador mucho más reducido. De la importancia del mercado de pagarés —utilizado en nuestro país, sobre todo, por las empresas públicas— puede dar idea el que, en el trienio 1990-1992, se situó en el cuarto lugar entre los mercados nacionales de este tipo de activos, después de los Estados Unidos y Japón y, en la práctica, al mismo nivel que Francia y Canadá. En cuanto a las emisiones de bonos matador, constituye, según la OCDE, el quinto mercado mundial de esta clase, tras los de Suiza, Estados Unidos, Luxemburgo y Japón.

Aun cuando ambos mercados presentan rasgos comunes, la característica diferencial más acusada es que el mercado bursátil es un mercado centrali-

GRAFICO 2  
MERCADOS ORGANIZADOS DE RENTA FIJA  
(Contratación en 1993 y en m.m. efectivos)



Fuente: AIAF.

zado, predominantemente minorista, mientras que el mercado AIAF es un mercado descentralizado, con un componente mayorista muy destacado. Ambos mercados están dominados por entidades e intermediarios nacionales. En el mercado de la AIAF, las entidades extranjeras sólo muestran una presencia relativamente activa en el de obligaciones a largo plazo.

Si de ambos mercados puede afirmarse que exhiben las características intrínsecas que les sitúan en condiciones de mantener su competitividad frente a mercados semejantes extranjeros, no puede afirmarse lo mismo cuando nos referimos a otro factor competitivo tan importante como la fiscalidad o la supervisión.

En cuanto a la primera, el obstáculo inicial está constituido por las retenciones, ya que mientras en España los pagarés de empresa están sujetos a una retención del 25 por 100, en la mayoría de los países europeos o no existe o es inferior. A ello debe añadirse que el período preciso para obtener su devolución, cuando de no-residentes se trata, es inusualmente largo, con lo cual se añade otro obstáculo más. Respecto a la supervisión, las dificultades provienen de su excesiva cautela frente a cualquier innovación operativa —especialmente en el mercado AIAF— y de su tendencia a imponer requisitos semejantes para los dos mercados, olvidando que, por esencia, son diferentes, lo cual no debe significar que se favorezca a uno respecto al otro.

## 3. Mercado de acciones

El mercado español de acciones —«la Bolsa» en el lenguaje coloquial— ha experimentado desde mediados de 1989 una transformación que le



ha modernizado considerablemente, incrementando sus rasgos competitivos y, en cierto modo, reforzándole para la doble lucha que la integración de los mercados mundiales y los procesos de convergencia impuestos por la legislación europea implican.

En términos de capitalización bursátil, nuestra Bolsa supone (gráfico 3) poco más del 1 por 100 de la capitalización mundial; no obstante, en relación con el PIB, representa un porcentaje similar al de economías tan desarrolladas como la alemana o la francesa, si bien estamos todavía muy lejos de los porcentajes habituales en Estados Unidos, Japón o el Reino Unido. Tres rasgos conviene destacar a la hora de examinar nuestro mercado de renta variable bajo el prisma de la competitividad: primero, el escaso número de sociedades cotizadas —379 en 1993, de las cuales sólo cuatro son extranjeras—; segundo, la concentración de la liquidez en muy pocas acciones —10 valores supusieron casi el 64 por 100 del total de la contratación en ese año—; por último, el elevado porcentaje de contratación registrado en mercados extranjeros precisamente por algunas de esas acciones más líquidas, hasta el punto de poder afirmar que en algunas de ellas el precio de referencia no se establece en la Bolsa española, sino en algún mercado extranjero.

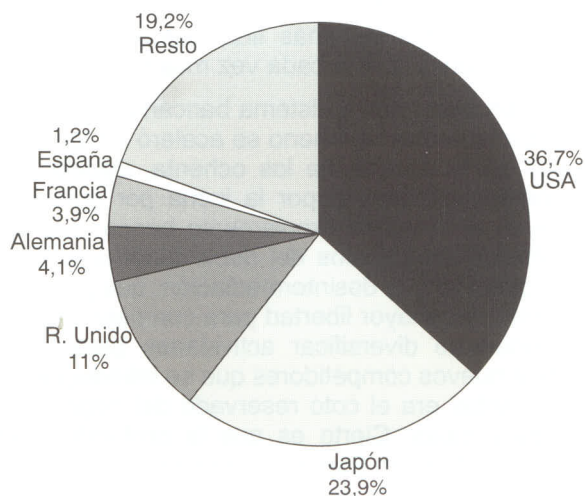
Desde el punto de vista de los intermediarios operantes, que actúan en un régimen de abierta competencia, el mercado está dominado por las grandes entidades nacionales —sobre todo las filiales de los grandes bancos— y alguna que otra internacional, actuando en forma muy concentrada, de tal manera que, por término medio, entre el 65 y el 70 por 100 de la contratación bursátil se canaliza a

través de 10 intermediarios. Se trata, en general, de entidades con unos recursos propios bajos en comparación con firmas extranjeras similares, hasta el punto de que la sociedad española más capitalizada a mediados de 1993 presentaba unos recursos que suponían únicamente el 9 por 100 de los de la novena empresa americana, y poco más del 7 por 100 de los de la octava inglesa; por otra parte, su rentabilidad sobre recursos propios en el período 1989-1992 era inferior a la de sus colegas americanos y japoneses. La combinación de esas características dibuja un sector poco capitalizado para los niveles internacionales, no excesivamente rentable y con nula presencia en mercados que no sean el propio.

No cabe concluir este apartado, dedicado a los mercados de renta variable, sin mencionar dos rasgos negativos para su competitividad. El primero reside en el marco fiscal que le rige. En efecto, la Federación Europea de Bolsas realizó a mediados de 1992 un estudio sobre la fiscalidad de las inversiones en Bolsa. El estudio estaba estructurado de forma que permitía comparar qué porcentaje de los beneficios repartidos por una empresa-tipo quedaba, al cabo de tres años, en poder de un hipotético inversor individual cuyas características eran semejantes en los doce países miembros de la entonces Comunidad Europea. Los impuestos considerados en el estudio eran el impuesto sobre sociedades, el impuesto sobre los dividendos y el impuesto de plusvalías. Pues bien, el resultado era que el inversor español en acciones recibía el peor trato de los doce países, ya que obtenía menos del 40 por 100 de los beneficios repartidos por la sociedad. En comparación, en dos países sus inversores obtenían más del 60 por 100, en cinco más del 50 por 100 y en los cuatro restantes más del 40 por 100.

La segunda característica de nuestros mercados bursátiles que, en mi opinión, supone un freno a su competitividad reside en las tensiones que crea la dualidad derivada de la existencia de un mercado de ámbito nacional y la pervivencia de mercados locales o regionales. Como es sabido, la Ley del Mercado de Valores creó un mercado electrónico, sin base física alguna, en el cual se negociaban las acciones de mayor peso específico. Este sistema electrónico es propiedad, a partes iguales, de las cuatro bolsas de valores que, a su vez, están interesadas, por tradición y por clara dependencia política con sus respectivas autonomías, en mantener los antiguos centros de contratación, aun cuando ahora sean tan sólo escenario de negociación para valores de muy escasa representatividad. Desde el principio, esta bipolaridad ha dado lugar a dos males: la lucha entre las tres bolsas que no son Madrid por ganar artificialmente cuota de negociación; en segundo lugar, a una distribución de facultades en la sociedad propietaria de este sistema, o mercado electrónico, que nada tiene que ver ni con

**GRAFICO 3**  
**CAPITALIZACION BOLSAS MUNDIALES (1993)**



31 de diciembre de 1993  
Fuente: Morgan Stanley.

los recursos ni con el peso específico de las cuatro bolsas en la realidad, y que, en ocasiones, lastra la adopción de las oportunas decisiones. No se trata, por supuesto, de un problema típicamente español —en Alemania y Francia también existía—, lo que sucede es que en esos países se ha resuelto, acaso porque todos los protagonistas han percibido la necesidad de contar con un auténtico mercado nacional a la hora de competir no sólo en el marco de la Unión Europea, sino también en los mercados globalizados que son ahora norma general en el mundo.

#### 4. Mercados de productos derivados

Nacidos a principios de 1990 con la comercialización de contratos de futuros y de opciones sobre deuda pública, a los cuales se unió poco después un futuro sobre el tipo del depósito interbancario a 90 días, el volumen negociado en estos mercados no ha cesado de crecer a medida que se iban incorporando nuevos contratos y que una amplia gama de usuarios comprendía mejor su utilidad, ya como forma de cobertura, ya como medio de arbitraje o vehículo adecuado a la especulación en determinadas circunstancias.

Como en todo mercado incipiente, su prueba de fuego residía en alcanzar el grado de liquidez que los hermanase con otros semejantes en Europa. Afortunadamente, hoy en día esos criterios se han rebasado cumplidamente. El año pasado, como se puede observar en el cuadro núm. 6, se hicieron en España casi 23 millones de contratos de productos derivados (futuros y opciones). De ellos, 14 millones y medio se referían a activos de renta variable —ya fuese el índice IBEX 35, ya acciones concretas de algunas sociedades—, mientras que algo más de 8 millones tenían como base la deuda pública del Estado.

La liquidez de nuestros mercados es comparable a la de los grandes mercados europeos —el MATIFF francés o el LIFFE inglés, por ejemplo—, tanto si la medimos por el número de contratos como por la relación entre el volumen medio contratado y el interés abierto. Igual confianza obtenemos si recurrimos a la comparación entre el nivel de comisiones cobrado en España y los habituales en otros mercados europeos. Pero quizás el hecho determinante para afirmar que nuestros mercados de productos derivados son perfectamente competitivos nos lo dio un hecho acaecido en la primavera-verano de 1993. Efectivamente, en esas fechas, el mercado inglés (el LIFFE) comenzó a cotizar un contrato de futuro sobre la deuda española a 10 años en competencia directa con el futuro sobre el bono nacional también a 10 años cotizado en el mercado español. Ambos contratos tenían características muy semejantes: ciclo de vencimientos, cotización en pesetas y liquidación por entrega.

CUADRO NUM. 6  
MERCADO ESPAÑOL DE PRODUCTOS DERIVADOS  
(Número de contratos negociados  
en 1993)

<i>I. Renta variable</i>	
1. Opciones sobre el Ibex 35 .....	3.563.000
2. Futuros sobre el Ibex 35 .....	10.856.000
3. Opciones sobre acciones .....	157.000
	14.576.500
<i>II. Renta fija</i>	
1. Opciones .....	1.227.500
2. Futuros .....	6.916.600
	8.144.100
TOTAL (I + II) .....	22.720.600

Fuente: MEFF.

Pues bien, a comienzos del otoño el total de lo contratado en ambos mercados mostraba el siguiente reparto: el 90 por 100 había sido negociado en el mercado español y el 10 por 100 restante en el inglés.

El resumen de todo ello es que, como indica el cuadro núm. 7, nuestro mercado de derivados sobre valores de renta variable se situó en 1993 en el cuarto lugar entre todos los del mundo, cuando el año anterior ocupaba el puesto décimo. Al éxito de estos mercados no es ajeno el hecho de contar en este caso, afortunadamente, con un régimen fiscal estrictamente neutral.

#### IV. ALGUNAS CONCLUSIONES

El sistema financiero español ha experimentado en los últimos años un aumento de la competencia, debido tanto a factores internos como a la presión de los restantes sistemas financieros del mundo occidental en que está cada vez más integrado.

Comenzando por el sistema bancario, es preciso destacar que ese fenómeno se aceleró en los años finales de la década de los ochenta, debido a la competencia motivada por la lucha por aumentar cuota en el mercado propiamente bancario, y por los efectos simultáneos del doble fenómeno de la desregulación y la desintermediación, que provocaron tanto una mayor libertad para competir como la necesidad de diversificar actividades para hacer frente a nuevos competidores que se introducían en lo que antes era el coto reservado del negocio de bancos y cajas. Ciertamente es que la profunda crisis bancaria sufrida en España congeló temporalmente la lucha competitiva, pero no la detuvo.

Esa lucha forzó pronto a algunas grandes entidades a plantearse el dilema rentabilidad o tamaño.

**CUADRO NUM. 7**  
**PRINCIPALES MERCADOS DE PRODUCTOS DERIVADOS**  
**(Número de contratos en 1993)**

<i>Mercados y contrato</i>	<i>Tipos de interés</i>	<i>Indices sobre acciones</i>	<i>Mercados y contrato</i>
1. CBOT - Bonos T. Estados Unidos	79.428	64.032	CBOE - Opción Indice 100 S.P.
2. CME - Eurodólar	64.411	21.420	DTB - Opción Indice Dax
3. MATIF - Bonos Gob. Fr. 10 años	36.805	16.454	CBOE - Opción Indice 500 J.P.
4. CBOT - Opción Bono T. Estados Unidos	23.435	14.414	MEFF - Indice IBEX 35
5. TIFFE - Euroyen	23.387	13.204	CHE - Indice 500 S.P.
6. LIFFE - Euromarco	21.319	10.375	BMF - Indice Iboespa
7. LIFFE - Bono Gob. Alemán	20.440	8.461	OSAKA - Indice 225 Nikkei
8. BMF - Cruzeiro	18.956	6.090	OSAKA - Opción Indice 225
9. CME - Opción Eurodólar	17.009	5.909	MATIF - Indice CAC 40
10. CBOT - Pagará T. Estados Unidos	16.601	5.595	SOFFEX - Opción Indice

(\*) En miles.

Fuente: Futures and Options World, febrero 1994.

En un marco cada vez más amplio y abierto, como era el derivado de nuestra pertenencia a la actual Unión Europea, el tamaño cobró una nueva perspectiva al ser consideradas nuestras principales entidades bancarias «pequeñas» para competir en Europa y, por añadidura, susceptibles de ser absorbidas por alguna de las grandes entidades alemanas, francesas, inglesas u holandesas. En una política alentada por las autoridades, se inició el camino de las fusiones y absorciones bancarias; camino que no sólo se consideraba el idóneo para efectuar una racionalización de la estructura organizativa de estas instituciones, sino también el medio propicio para introducirse en otros sectores financieros hasta entonces ignorados por bancos y cajas, y dar la batalla en su propio campo a los nuevos competidores financieros.

Parte de esa competencia provenía de los mercados de capitales, que habían experimentado transformaciones muy significativas desde mediados de los años setenta, y que se habían convertido en una vía alternativa para asegurar la vital tarea de canalizar los procesos de ahorro e inversión, asegurando la máxima liquidez y transparencia. Con un retraso mayor que en el caso del sistema bancario, también nuestros mercados de capitales sintieron y respondieron a la competencia de otros mercados, y se fueron adoptando muchas de las medidas oportunas para reforzar su eficiencia.

Puestos ahora a realizar un balance de nuestro sistema financiero en términos de su competitividad, creo que se impone resaltar algunos rasgos esenciales:

### 1. Sistema bancario

1) La intensa competencia bancaria experimentada en España desde mediados de la década de los ochenta se ha reflejado en un descenso de los

beneficios de estas entidades de casi un 25 por 100 entre 1987 y 1993. Por otro lado, esa mayor competencia no ha acabado de traducirse en una mayor eficiencia, pues, con todas las salvedades que en estas comparaciones internacionales han de guardarse, los datos revelan que no sólo bancos y cajas españoles tienen unos gastos de explotación y de personal superiores a los de las entidades bancarias de los grandes países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón, sino que nuestras oficinas parecen ser menos eficientes que las de los competidores foráneos.

2) Esos hechos apuntan a un posible fallo en los esfuerzos por conseguir aumentar la eficiencia. Aquél sería resultado tanto del redimensionamiento de los medios empleados en las actividades tradicionalmente bancarias, como de la ampliación del negocio a otras, emprendiendo un decidido esfuerzo de diversificación, pero cayendo a veces en la tentación de «diversificarse en todo», olvidando que es necesario explorar únicamente las líneas de negocio en las cuales se tengan ventajas comparativas. Por ello, la solución no reside primordialmente, como muchas veces se pregona, en una reducción de costes —humanos y materiales—, sino en su reorganización hacia nuevas tareas. Y esto es misión de la dirección de las entidades, que no debe, obsesionada por la reducción de costes, relegar a un segundo plano el crecimiento de los ingresos como resultado de la diferenciación y potenciación de actividades rentables y la adecuada atribución de los medios disponibles para ello. La gestión es un elemento fundamental en la consecución de la máxima eficiencia y en la supervivencia en un entorno cada vez más competitivo.

3) Intimamente ligado al problema de la competitividad ha estado, y está, el conseguir la dimensión conveniente de la entidad para emprender el proceso de mejora de la eficacia y de la productividad gracias a las economías de escala y de alcance

obtenidas, por ejemplo, vía fusiones y absorciones. Sin que esto pueda entenderse como crítica concreta alguna, cabe preguntarse si en las realizadas hasta ahora en España se contó con una planificación previa de los objetivos que se pretendía lograr, al tiempo que se evaluaron con realismo los costes y dificultades existentes para obtener esas economías de escala o de alcance, así como la penetración buscada en ciertos mercados o sectores de clientela en los que, en teoría, intentaba reforzar su posición la nueva entidad resultante de la fusión.

4) De todas formas, a partir de 1989 quedó claro que para algunas entidades la eficiencia estaba íntimamente ligada a la posibilidad de alcanzar un determinado tamaño, sacrificando, si era preciso, rentabilidad a corto plazo para alcanzar esa dimensión mínima. Aun aceptando que no todas nuestras entidades bancarias han elegido ese camino, sí parece evidente que, para aquéllas, la dimensión se ha convertido en un factor condicionante, sobre todo en el horizonte que el marco de la Unión Europea dibuja para no pocas actividades y mercados financieros. Ello no obsta para que, juzgando con la óptica de la competencia, la dimensión no lo sea todo. En otras palabras, el éxito para resistir la competencia en esos mercados globalizados supera en ocasiones la propia dimensión y reposa, entre otros factores, en la especialización del personal o en el uso adecuado de una tecnología cada vez más complicada y cara.

5) Antes hice una referencia de pasada, pero estoy obligado ahora a mencionar la calidad de la gestión como factor clave en el éxito de la lucha por mejorar la eficiencia en las entidades competidoras. En la banca actual, y aún más en la futura, no se trata ya de gestionar un negocio básicamente unitario, sino de gerenciar un grupo de entidades en el cual la maximización del beneficio global impone eliminar los riesgos inherentes a la ausencia de coordinación en el funcionamiento de las unidades de negocio que componen el grupo. Y ello supone un cambio radical tanto en la gestión central como en la de cada una de esas unidades, de tal forma que los sistemas de información y los controles de gestión permitan, en cada momento, conocer los beneficios y la rentabilidad de cada una de ellas en función de los recursos aplicados y de las actividades desarrolladas. Se trata, en una palabra, de contar con el modelo y con los gestores adecuados, lo cual es más fácil de decir que de conseguir.

6) Estas reflexiones, que pueden parecer de carácter un tanto abstracto, se concretan en problemas candentes que las entidades bancarias vienen afrontando en los últimos años, que están presentes en 1994 y que les condicionarán cada vez más su futuro. No está claro, en primer lugar, de dónde soplarán los vientos de una nueva presión competitiva: si provendrán de la banca extranjera o de la banca pública, y si se centrarán en la competencia de activo habida cuenta de que en el mercado de

pasivo bancos y cajas parecen haber ajustado suficientemente sus márgenes. Por otro lado, de proseguir el proceso de desintermediación bancaria —especialmente, el debido a la competencia de los fondos de inversión en la captación del ahorro—, me parece evidente que el negocio bancario típico seguirá viendo cómo se reduce su importancia en cuanto fuente de ingresos, al tiempo que bancos y cajas buscan vías alternativas para compensar el coste creciente de los recursos derivados de la transformación de pasivo tradicional en fondos de inversión. Es, por tanto, más que probable que esta presión competitiva desemboque en una concentración del sector aún mayor que la actual.

7) La otra cara de la moneda del proceso de concentración es el de especialización. Frente a unos pocos, y cada vez mayores, bancos y cajas, no parece fácil adivinar cuál es el futuro reservado a la banca mediana y pequeña: si el del reforzamiento de su especialización geográfica, en algunos casos; el de la funcional, en otros, o, sencillamente, el de su absorción por cajas de ahorros con planes expansionistas o por bancos extranjeros deseosos de hacerse con una red de oficinas en España. Además, y por lo que a las cajas se refiere, sin abandonar su perfil tradicional, es evidente, creo yo, que cada vez se parecerán más a la clásica banca comercial.

8) La eficiencia de las entidades bancarias tiene su último reflejo en el juicio que el mercado hace de ellas. Por tanto, ese juicio, y su eventual sanción en términos de pérdida de confianza de la clientela y los inversores respecto a una entidad concreta, que no sea capaz de resistir la competencia, no debería verse empañado por decisiones que, so pretexto de proteger los intereses de los pequeños depositantes y defender la estabilidad del sistema de pagos, han ido extendiendo una protección, justificada en el caso de esos pequeños ahorradores, a otra, más dudosa, a todo tipo de depositantes, para acabar apuntalando incluso a los propietarios de la institución ineficiente.

9) Una última cuestión, de suma importancia, es la referente a la aportación que la competitividad en el sistema bancario realiza a la economía real. Problema muy discutido, y que habitualmente suele presentarse bajo la forma de acusación según la cual las entidades bancarias han buscado asegurarse unos cómodos beneficios que, amén de ocultar una baja eficiencia operativa, han lastrado la rentabilidad de nuestras empresas, obstaculizado los planes de nuestros consumidores y, en definitiva, dificultado la actividad productiva y la recuperación del empleo. Comprometida cuestión ésta de la eficiencia del sistema financiero y su contribución al crecimiento de la economía. No pretendo adentrarme en ella, y sí hacer un breve resumen de mis opiniones al respecto.

10) Lo primero que cabe observar es que paí-

ses con economías muy fuertes y empresas de primer orden en el concierto mundial —Alemania y Japón son dos buenos ejemplos— cuentan con sistemas financieros y mercados de capitales menos competitivos y desarrollados que los existentes en, digamos, el Reino Unido, cuya economía real es menos productiva. Este hecho no sólo debería imponer una cierta cautela a la hora de discutir el sentido de la causalidad entre eficiencia del sistema financiero y crecimiento económico, sino que debería llevar la discusión hacia unas bases más realistas. En mi opinión, lo que de un sistema financiero o de un mercado cabe esperar, como mínimo, es la asignación eficiente de los fondos prestables en la economía a los proyectos de inversión más rentables. Y esto, con los consiguientes márgenes de error, que se traducen en provisiones para saneamiento de los créditos morosos o fallidos, sí lo hacen nuestras entidades bancarias. Además, desde el prisma de la competitividad, me parece difícil negar que ésta reina hoy entre nuestros bancos y cajas, siendo el continuo estrechamiento de su margen financiero una buena prueba de ello. Cuestión diferente, y muy importante para la economía en su conjunto, podría ser la de si esa competencia ha traído o no consigo la correspondiente mejora en su eficiencia interna.

## 2. Mercados de capitales

1) La presión que la integración de los mercados internacionales y la liberalización en los movimientos de capitales supuso para los mercados españoles ha sido, sin duda, el factor clave para entender su modernización y la intensa competencia en que actualmente viven sus distintos componentes. Sin embargo, para numerosos inversores y entidades internacionales, los mercados de capitales españoles no han alcanzado todavía el grado de eficiencia que cabría esperar de un sistema financiero como el nuestro.

2) Aun así, es indudable que los últimos años han sido testigos de enormes progresos de la eficiencia en el funcionamiento de esos mercados. Se ha establecido un auténtico mercado nacional de renta variable, contamos con dos mercados de renta fija cada vez más competitivos y los nuevos mercados de productos derivados han surgido con una fuerza espectacular que los ha colocado, en muy pocos años, entre los más activos del mundo. A ello deben añadirse las numerosas mejoras estructurales implantadas en el curso de muy poco tiempo: el paso de un mercado de corros a un mercado electrónico en la Bolsa; la sustitución del agente mediador individual por intermediarios de carácter societario; la transformación de los títulos valores negociados en los mercados oficiales por anotaciones en cuenta; la implantación de un sistema de compensación y liquidación de esos valores centralizado, y en el que tienen cabida todas las

entidades participantes en los mercados de valores; los continuos perfeccionamientos registrados en los mercados de deuda pública anotada; el establecimiento de sistemas eficaces de difusión de la información, y otros varios que alargarían en exceso esta lista.

3) Sin negar esos progresos, no debemos olvidar la advertencia que supone esa pobre valoración —un tanto exagerada en mi opinión— que recoge el estudio internacional del *World Forum*. Quedan, es indudable, márgenes apreciables para mejorar la eficiencia de nuestros mercados de capitales en el cumplimiento de su función básica —canalizar el ahorro hacia la inversión— y para afinar la competencia entre las entidades que en ellos operan. Para empezar, debería liberarse al mercado nacional electrónico de renta variable de la hipoteca que supone la composición accionarial de la sociedad que lo rige, al tiempo que se adoptan algunas medidas técnicas que podrían mejorar muy rápidamente los procesos de formación de precios y la liquidez en la contratación. Debería reconocerse que los dos mercados de renta fija existentes —el bursátil y el de la AIAF— responden a modelos de contratación y liquidación diferentes, y aceptar, por tanto, las consecuencias que de ello se derivan dentro de un marco funcional y legal lo más homogéneo posible.

4) La entrada en vigor, el 31 de diciembre de 1995, de la Directiva de Servicios de Inversión proporcionará un marco legal común para los países de la Unión Europea. No cabe duda de que ello supondrá la entrada de nuevas entidades en nuestros mercados de capitales y un empujón más a la competencia en precios y calidad de servicio. Simultáneamente, cobrará nueva fuerza la eficiencia de los mercados en sus diferentes aspectos de liquidez, transparencia en los procesos de formación de precios, características de la custodia de valores, costes de negociación, agilidad y riesgos de la liquidación; en una palabra, el conjunto de rasgos que determina la evaluación internacional que de esos mercados se hace y, por ende, tanto la promoción de los valores españoles frente a los de otros países, como candidatos a formar parte de las carteras de los grandes inversores institucionales mundiales, como la consecución de una mayor cuota de participación de nuestros mercados entre los grandes mercados internacionales.

5) Pero, desbordando incluso el marco de la Unión, la pervivencia de nuestros mercados de capitales en el futuro estará condicionada por su capacidad para responder eficientemente a los retos competitivos planteados por cuatro rasgos, ya presentes, pero cuya fuerza se va a acentuar. A saber:

- Proseguirá el proceso de globalización, con la consiguiente necesidad de afinar continuamente la competitividad de cada mercado nacional, y de imponer los marcos legales y las normas superviso-

ras que, adecuados al cumplimiento de sus fines, sin embargo no disuadan a la inversión extranjera.

- La incidencia de la tecnología permitirá negociar directamente entre sí a los inversores, sin necesidad de acudir a los mercados regulados ni requerir los servicios de los intermediarios profesionales.

- La presencia creciente de los grandes inversores institucionales, cuyas prácticas operativas difieren radicalmente de las de los inversores individuales que hasta ahora habían modelado el funcionamiento de los mercados, pondrá a prueba la capacidad de éstos para satisfacer dos tipos de liquidez muy diferentes, con el consiguiente aumento de los riesgos sistémicos.

- Habida cuenta que los mercados de productos derivados continuarán creciendo, es preciso estudiar detenidamente las normas adecuadas para limitar los riesgos sistémicos y de mercado que propician, pero sin olvidar que, por su propia esencia, esos productos permiten, tarde o temprano, eludir las regulaciones.

### 3. El marco legal

1) Comencé este trabajo subrayando que la eficiencia de los sistemas financieros está muy condicionada por el conjunto de normas legales y prácticas supervisoras existente, hasta el punto de que las diferencias entre éstas pueden traducirse en desventajas relativas entre aquéllos. Me voy a permitir ahora detallar algo más esa afirmación general, empezando por el sistema fiscal.

2) La primera premisa que debería cumplir un sistema fiscal es influir lo mínimo posible en los procesos de inversión y ahorro. Esa neutralidad fiscal habría de traducirse, por ejemplo, en normas que no entorpecieran el buen funcionamiento de los mercados ni discriminaran a un tipo de activos frente a otros. Todo ello, sin confundir lucha contra el fraude

con corsés administrativos al funcionamiento de los mercados secundarios.

3) La existencia de retenciones más elevadas que las de otros países de nuestro entorno, con los cuales competimos en la captación de ahorro; la injustificada lentitud en las transmisiones de activos con rendimiento implícito o en la devolución de impuestos; la ambigüedad de nuestra postura oficial en las discusiones sobre la armonización de la imposición sobre los intereses del capital en el seno de la Unión Europea, son algunos ejemplos de los lastres fiscales impuestos sobre el sistema financiero español.

4) No menos esencial es la cuestión referente a la influencia de la supervisión sobre la competitividad de entidades financieras y mercados de capitales. Es evidente que la supervisión reduce la competitividad al elevar los costes de producción. Afirmar esto no supone negar los efectos beneficiosos de la supervisión en la medida en que ésta puede asegurar la viabilidad o mejorar la confianza que una industria proporciona tanto al público como a los participantes en ella. Pero, en todo caso, es imposible olvidar que son los propios mercados y las propias entidades los más interesados, en principio, en mantener la confianza en su correcto funcionamiento, pero siempre sin pagar en exceso por esa seguridad. Por el contrario, los supervisores no sufren el lastre de un hipotético desequilibrio entre costes y beneficios de la supervisión y, por ello, sus esfuerzos para corregir determinadas externalidades pueden originar pérdidas que superen los beneficios reales o supuestamente alcanzados. A ello se suma un problema adicional, cual es la dificultad, de carácter ocasional, para trazar la divisoria entre una vigilancia atenta y constante de los organismos supervisores y el obligatorio respeto a las normas legales, que confieren a los administradores de las entidades supervisadas el derecho a encauzar su gestión como crean más oportuno, sometidos a la aprobación y censura de los propietarios, pero sin injerencias injustificadas de los supervisores.