

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL



17 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1901 PESETAS 25.	18 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1902 PESETAS 25.	19 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1903 PESETAS 25.	20 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1904 PESETAS 25.
13 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1897 PESETAS 25.	14 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1898 PESETAS 25.	15 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1899 PESETAS 25.	16 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1900 PESETAS 25.
9 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1893 PESETAS 25.	10 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1894 PESETAS 25.	11 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1895 PESETAS 25.	12 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1896 PESETAS 25.
5 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1890 PESETAS 25.	6 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1891 PESETAS 25.	7 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1892 PESETAS 25.	8 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1893 PESETAS 25.
1 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1885 PESETAS 25.	2 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1886 PESETAS 25.	3 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1887 PESETAS 25.	4 NÚMERO Cupon de deuda amortizable pagadero en 1º de Julio de 1888 PESETAS 25.



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, antes «Suplementos sobre el Sistema Financiero» de *Papeles de Economía Española*.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

* * *

P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.
Teléfonos: 350 44 00/02.

PERSPECTIVAS
SISTEMA *f*^{del} FINANCIERO

43

1993

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA (<i>Presidente</i>)	FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA	DIEGO FUENTES TALAVERA
(<i>Presidente de Honor de la CECA</i>)	JESUS MUZAS RUBIO
MARIANO NAVARRO RUBIO	JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
(<i>Presidente de Honor de la Fundación FIES</i>)	MARTIN OLLER SOLER
LUIS CARRERA PASARO	GERMAN PEREZ OLLAURI
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	JOSE MIGUEL USEROS SERRANO
LUIS CORONEL DE PALMA	AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES
(<i>Director</i>)	(<i>Redactor-Jefe</i>)
XABIER ALKORTA ANDONEGUI	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	ANTONIO OTERINO DIEGO
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	MATEO RUIZ ORIOL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA	JOAN TORRES PICAMAL
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	EMILIO TORTOSA COSME
CARLOS EGEA KRAUEL	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE GARCIA LOPEZ	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO	DIEGO VEGA LA ROCHE
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Portada

Bravo-Lofish

Diagramación

TransEdit, S. L.

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime

Artes Gráficas Benzal, S. A.
Virtudes, 7. 28010 Madrid

Depósito legal: M. 7.461.—1993
ISSN: 1132-9564

SUMARIO

	Introducción	5	
Navarra en la situación económica actual	9	<i>Javier Pomés</i>	
Riesgo de crédito en la operativa interbancaria	13	<i>José Manuel Hernández Beneyto</i>	
El riesgo en la gestión de carteras	20	<i>Miguel Córdoba</i>	
Sensibilidad del activo y pasivo a las variaciones de tipo de interés. Control y gestión	26	<i>Arturo de la Lama</i>	
Sensibilidad del balance a las variaciones del tipo de interés. Control y gestión del riesgo del tipo de interés	35	<i>Michel Cardona</i>	
Riesgo de cambio en instituciones financieras	42	<i>Alfonso Camaño y Pedro Rodríguez Tamayo</i>	
La gestión integral de activos y pasivos: el Comité de Activos y Pasivos	48	<i>Bernardo García de Bernardo</i>	
El control del riesgo en las entidades financieras: ¿una tarea pendiente?	60	<i>Raimundo Ortega</i>	
Riesgo de sistema	66	<i>Gonzalo Gil</i>	
Política de riesgos y control de riesgos	69	<i>Angel Montero Pérez</i>	
Supervisión bancaria: problemas recientes y perspectivas	74	<i>José Pérez</i>	
Especialización productiva y resultados de las cajas de ahorros españolas (1986-1991)	83	<i>Rafael Domenech, Francisco Pérez y Javier Quesada</i>	
Determinantes de los tipos de interés. Una exposición gráfica	102	<i>José Luis Calvo e Ignacio Mauleón</i>	
El sistema financiero y la integración europea	123	<i>Fernando Gutiérrez Junquera</i>	
La reciente turbulencia monetaria: causas y consecuencias	130	<i>Richard T. Selden</i>	
Panorama de la economía actual en Europa	134	<i>Raymond Barre</i>	
La situación económica española	138	<i>Enrique Fuentes Quintana</i>	
El sector financiero y el Mercado Unico Europeo	146	<i>Miguel Martín Fernández</i>	
Clausura de las XI Sesiones de Trabajo de Tesorería	151	<i>Juan Cruz Alli</i>	
Lista de asistentes a las XI Sesiones de Trabajo de Tesorería	153		

INTRODUCCION

No es fácil encontrar en el ámbito financiero español reuniones de expertos que hayan alcanzado un grado de implantación semejante al conseguido por las SESIONES DE TRABAJO DE TESORERIA que, conjuntamente, organizan la *Caja de Ahorros de Navarra* y la *Fundación FIES* de las Cajas Confederadas. Ya son once años en los que, puntualmente, a mediados del mes de noviembre, Pamplona se convierte durante dos días en centro de reunión y de trabajo de un seleccionado conjunto de técnicos, expertos y autoridades económicas, españolas y extranjeras, quienes debaten el conjunto de temas que, en cada ocasión, se han seleccionado como más atractivos, más polémicos o que, en general, pueden suscitar un mayor interés en su tratamiento. Y ello sin dejarse llevar por un predominio excesivo de la coyuntura, al que tan propensas son las cuestiones relacionadas con la actividad financiera. Ocuparse de temas que tengan un grado suficiente de permanencia en el tiempo ha sido siempre objetivo de las Sesiones de Trabajo con la pretensión de que, quienes a ellas asisten, con una perseverancia que ha de ser públicamente agradecida, puedan considerar que algo han aportado estos días a su formación técnica y científica personal.

En esta ocasión, la atención se ha polarizado sobre el *riesgo*, como factor que caracteriza la actividad empresarial, en general, y más específicamente la crediticia. Clarificar y tipificar las distintas formas que asumen los riesgos de las entidades de depósito, determinar y explicar los métodos técnicos que pueden utilizarse para su control y estudiar los posibles modos de gestionar los diferentes tipos de riesgos ha sido el objetivo básico de la tarea desarrollada en las reuniones de 1992.

Para ello se ha contado con la inapreciable colaboración de un grupo de expertos procedentes

tanto de la Universidad como de las autoridades monetarias —españolas y, en esta ocasión, francesas— y de las entidades crediticias, que han sabido unir el rigor en el tratamiento de los temas que se les habían encomendado con la claridad expositiva.

Tras la tradicional apertura, en la que **Javier Pomés**, Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra, esbozó los rasgos generales de la situación económica de Navarra, el primero de los trabajos comprendidos en este bloque es el de **José Manuel Hernández Beneyto**, relativo al riesgo de crédito en la operativa interbancaria, que analiza los riesgos de contrapartida, de producto y transaccional en el ámbito de las operaciones de tesorería entre entidades bancarias.

Miguel Córdoba, por su parte, ha abordado el estudio del riesgo en la gestión de cartera, esbozando algunos de los métodos más usuales para su cobertura.

Arturo de la Lama se ocupa de la sensibilidad del balance a las variaciones de los tipos de interés, enunciando los dos enfoques existentes en la concepción del riesgo de interés de las entidades de crédito y su relación con los sistemas de medición empleados. A continuación determina cuáles son las principales variables conectadas con el negocio que ayudan a seleccionar el sistema de medición que ha de utilizarse, explicando la opción elegida por el BBV y refiriéndose, para terminar, a las opciones de control utilizadas por algunas entidades supervisoras y grandes bancos.

Michel Cardona analiza el mismo tema que Arturo de la Lama, pero colocándose en la perspectiva de las autoridades monetarias y haciendo, en consecuencia, especial hincapié en los mecanismos de control.

El riesgo de cambio es el objeto del estudio de **Alfonso Camaño y Pedro Rodríguez Tamayo**. Señalan los autores el menor interés que suele suscitar entre los ejecutivos de las entidades financieras el riesgo de cambio frente al de tipos de intereses, siendo así que la importancia de la gestión del riesgo de cambio es fundamental para las instituciones financieras.

El papel y las funciones que corresponde desempeñar al comité de activos y pasivos en la gestión integral del balance es el objeto del artículo de **Bernardo García de Bernardo**, que lo contempla como un mecanismo interno idóneo para una adecuada gestión del riesgo.

Con su reconocida maestría, **Raimundo Ortega** pone de manifiesto cómo la década de los ochenta ha traído consigo la generalizada implantación de las innovaciones financieras al tiempo que se ha modificado la estructura del sistema financiero internacional, de modo que las entidades que en él operan se han visto obligadas a enfrentarse a nuevos retos tanto en su operativa como en su organización interna. A su vez, las autoridades supervisoras han aumentado la presión tendente a que se refuerce el capital de las entidades, mientras que los mercados, ante unas perspectivas más inciertas del negocio bancario, han endurecido las condiciones en las que están dispuestos a suministrar fondos para apuntalar el capital de riesgo. A la vista de este conjunto de circunstancias, Raimundo Ortega ordena en tres partes su brillante colaboración: en primer lugar, y sobre la base de una clasificación de los riesgos, mantiene la tesis de que éstos son más complejos de lo que se suele pretender. Comenta, a continuación, cuál es la estructura mínima necesaria para gestionar adecuadamente los riesgos, subrayando las presiones que ello impone a la organización de las entidades, y termina sentando las conclusiones que su propia experiencia le dicta.

El riesgo de sistema, definido por el comité de gobernadores de la CE como aquel que se produce cuando un participante en el sistema interbancario de transferencia de fondos —o en un sistema de liquidación de títulos o, en general, de cualquier otro mercado financiero— no puede hacer frente a sus obligaciones de liquidación, impidiendo a otros participantes cubrir sus propias posiciones, constituye el objeto de la nota de **Gonzalo Gil**.

Angel Montero Pérez, que actuó como moderador en los coloquios, aporta, en una breve nota, una mención de los principales parámetros que han de contemplarse en una correcta política de gestión de los riesgos.

El segundo grupo de temas que se recogen en este volumen es el concerniente a una serie de cuestiones —en cierto grado heterogéneas— que constituyen centro de atención para los profesionales de la tesorería que en estas Sesiones se reúnen. Los trabajos que en él se incluyen son los siguientes:

José Pérez, siguiendo una costumbre de las Sesiones que ya puede considerarse casi una tradición, tuvo ocasión de exponer los temas que a la autoridad supervisora de las entidades financieras preocupan de una manera especial, poniendo el acento en su interés porque sean las propias entidades de crédito quienes articulen sistemas fiables y eficaces de control de riesgos.

Rafael Domenech, Francisco Pérez y Javier Quesada presentaron resumidamente los resultados de su amplio trabajo de investigación sobre la estrategia seguida por las cajas de ahorros españolas para adaptarse al entorno competitivo en el que, en los últimos años, nos movemos, mediante la evaluación del impacto en la cuenta de resultados de las decisiones de especialización productiva de estas entidades.

Por su parte, **José Luis Calvo e Ignacio Mauleón** exponen en su colaboración un marco de análisis para estudiar la determinación del nivel de los tipos de interés nominales y reales de una economía, con especial referencia al caso español.

El intenso proceso de desregulación financiera y el consecuente aumento de la competencia que se ha producido en los últimos años y la articulación de la unión monetaria y el mercado único bancario hacía necesaria la intervención de **Fernando Gutiérrez Junquera**, que se ha planteado los problemas que al sistema financiero español genera la integración europea.

Las turbulencias monetarias que han tenido lugar en 1992 —y que han alargado sus efectos en 1993— justificaba contar con la opinión de un experto, como **Richard T. Selden**, en punto a sus causas y consecuencias.

El tercero y último bloque de colaboraciones trata de situar en un plano más amplio la actividad de las entidades de crédito. Para realizar esa difícil labor se contó con la ayuda de dos personalidades que unen a su condición académica la experiencia en el ámbito de la actuación política: los profesores **Barre y Fuentes Quintana** contribuyeron, con sus respectivas aportaciones, a ayudarnos a comprender mejor la situación económica general.

Por último, la conferencia de clausura fue pronunciada por **Miguel Martín Fernández**, que se

ocupó del sector financiero y el mercado único europeo.

Finalmente, las Sesiones fueron cerradas con las tradicionales palabras del Presidente del Gobierno Navarro y de la Caja de Ahorros, Excmo. Sr. D. **Juan Cruz Alli**.

Debemos advertir, para terminar, que la versión de las Sesiones que incorpora este número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO se ve adicio-

nalmente enriquecida porque se han incorporado trabajos complementarios a las ponencias presentadas en aquellos puntos en que se ha considerado que resultaba conveniente ampliar la perspectiva básica ofrecida por los ponentes.

Esperamos que, de esta forma, la información ofrecida se haya completado y que, incluso quienes asistieron a los actos, puedan encontrar un valor añadido en la publicación que ahora se ofrece a nuestros lectores.

NAVARRA EN LA SITUACION ECONOMICA ACTUAL

Javier POMÉS

Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra

El *entorno internacional* durante el año 1992 ha presentado una evolución desfavorable. Así, en vez de la esperada recuperación de la economía americana, se ha constatado un debilitamiento de su actividad con unas tasas de crecimiento en torno al 1,5 por 100, lo que, unido a la desaceleración en el resto de los principales países industrializados, ha motivado un escaso dinamismo de la actividad económica y del comercio mundial.

Merece una mención obligada la crisis monetaria del otoño de 1992. Las tensiones vividas en los mercados financieros durante el mes de septiembre tuvieron su origen en una grave crisis institucional en la Comunidad Europea. Sin olvidar las profundas divergencias entre las economías comunitarias, los acontecimientos que han convulsionado el Sistema Monetario Europeo se han gestado a partir del resultado negativo en el referéndum danés para la ratificación del Tratado de Maastricht, que ha actuado como detonante de la crisis.

Con la mirada puesta en el referéndum francés de septiembre, los acontecimientos fueron precipitándose a partir de la segunda mitad de julio, con la decisión del Bundesbank de elevar su tasa de descuento, lo que provocó ligeros retoques al alza de los tipos de intervención de la mayoría de los países europeos.

La fortaleza del marco se vio acentuada con la creciente debilidad del dólar desde principios de agosto, lo que se fue intensificando conforme transcurría el mes. En esta situación, la cotización de la moneda norteamericana marcó sucesivos mínimos históricos frente al marco. La apreciación del marco, que se convirtió en moneda refugio frente al dólar, así como la filtración del documento oficioso del Bundesbank, acentuaron las tensiones en el Sistema Monetario Europeo, siendo la libra esterlina y la lira italiana las monedas más afectadas, las cuales arrastraron en su caída a la peseta.

Tras la devaluación de la lira italiana en un 7 por 100, el recrudecimiento de las tensiones provocó el abandono de la libra y la lira del mecanismo de

cambios del sistema Monetario Europeo y la posterior devaluación de la peseta en un 5 por 100 (que más tarde fue seguida por otra del 6 por 100, así como por la devaluación del escudo portugués); la especulación se extendió, entre otras monedas, hacia el franco francés, que, gracias al apoyo del Banco Central Alemán, pudo hacer frente durante aquellas agitadas semanas a la presión sufrida.

Con referencia a la evolución de los mercados bursátiles, ésta se ha visto, lógicamente, influida por el contexto descrito en cuanto a tipos de interés y tensiones cambiarias. La subida de los tipos alemanes a mediados de julio impulsó una baja generalizada en los mercados europeos, que estuvo acompañada, también, de un descenso en la Bolsa de Nueva York. Con algunos altibajos en esta Bolsa y en la de Tokio, a partir de agosto retornó la generalizada tónica bajista.

En nuestro país, las devaluaciones y las medidas tomadas por el Banco de España para frenar la especulación contra la peseta sembraron la inquietud y la falta de credibilidad en nuestra economía, provocando la salida masiva de la inversión extranjera, mientras el índice de la Bolsa caía por debajo de la barrera psicológica del 200.

En cuanto al mercado de deuda pública, no salió mejor parado. El clima de nerviosismo imperante se incrementó al conocerse el anuncio de Moody's de revisar a la baja la calificación de la deuda del gobierno español. El mercado secundario conoció caídas de tipos, especialmente en el largo plazo, en torno al 20 por 100. El diferencial de rentabilidad en los bonos españoles a diez años, con respecto a los alemanes, pasó a ser de seis puntos, cuando unos meses antes tal diferencial se situaba en niveles incluso inferiores a los tres puntos.

Esta es, en síntesis, la situación vivida en el otoño-invierno de 1992. Afortunadamente, como suele decirse, tras la tempestad viene la calma, y estamos asistiendo a un relajamiento de las tensiones, la situación parece nuevamente encauzada y los

indicadores financieros dan muestras de una mayor medida —aunque se han recrudecido las tensiones a finales de febrero de 1993—, lo que no debe hacernos olvidar que la libra británica y la lira italiana continúan fuera del sistema de cambios del Sistema Monetario Europeo, y quizá la lección que debe extraerse es que, en condiciones de libertad de movimientos de capitales y de integración de los mercados financieros, como los actuales, los movimientos en favor o en contra de determinadas divisas pueden ser de tal magnitud que los mecanismos de intervención tan importantes como los del propio Sistema pueden no resultar eficaces.

El fracaso de las conversaciones de la Ronda Uruguay del GATT, ante las diferencias surgidas en el tratamiento de los productos alimenticios, puede desembocar en una guerra comercial entre la Comunidad Europea y Estados Unidos que agravaría la situación recesiva de la economía mundial, pudiendo abocarla a una recesión.

Por lo que a la *economía española* se refiere, es claro el deterioro de la actividad productiva, que es consecuencia de los desajustes que padece. Así, la inflación no se ha desacelerado y continúa la expansión de los costes de producción que, en lo que a los sectores industrial y agrario se refiere, no son trasladables a los precios, manteniéndose además la progresiva expansión del déficit público y el deterioro del déficit exterior.

El retroceso de la actividad se ha reflejado en una caída del 1,2 por 100 del empleo durante el primer semestre y un aumento de la tasa de paro que se ha situado en el 17,7 por 100 de la población activa (y en más del 20 por 100 en los primeros meses de 1993).

Las previsiones efectuadas en el Programa de Convergencia de crecimiento del PIB en 1992 en un 3 por 100 resultan de imposible consecución. Las últimas estimaciones cifran este aumento en torno al 1,5-2 por 100.

La *economía navarra* también presenta una notable desaceleración de su actividad, con especial incidencia en los sectores de la construcción y de los servicios.

Los indicadores disponibles relativos al sector constructor (consumo de cemento, licitación oficial y número de viviendas iniciadas o terminadas) presentan importantes retrocesos con respecto al pasado ejercicio. Esta caída de su actividad ha generado una disminución del 15 por 100 en el número de personas empleadas en el sector.

Por lo que se refiere al sector servicios, durante el primer semestre de 1992 vio quebrarse la positiva tendencia mantenida en los últimos ejercicios,

con una reducción del 3 por 100 en su población ocupada.

Por el contrario, la industria navarra ha mostrado síntomas de cierta recuperación durante la primera mitad de 1992, aunque las perspectivas no son tan halagüeñas habida cuenta de la crisis que afecta al sector de material de transporte, que cuenta con una importante presencia en nuestro tejido industrial.

Para la economía navarra, al igual que para el conjunto de la economía española, el principal reto al que se debe hacer frente en el próximo futuro proviene de la realización del mercado interior y de la consecución de la unión económica y monetaria.

Nuestra economía mantiene ya un elevado grado de presencia de nuestros productos en los mercados internacionales, especialmente en el resto de los países comunitarios, presentando una tasa de apertura en el último ejercicio del 27,5 por 100 del PIB regional, mientras la media para el conjunto nacional es del 14,2 por 100. Esta presencia debe facilitar el aprovechamiento de las nuevas oportunidades que se generen en el nuevo entorno de referencia, que también se caracterizará por un incremento de la competencia.

Los agentes económicos navarros esperan, mayoritariamente, con optimismo el impacto de la supresión de las barreras arancelarias y no arancelarias. Así, más de la mitad de las empresas consultadas estiman que el mercado único europeo tendrá una incidencia positiva. Una quinta parte de las empresas expresan una percepción negativa, mientras el resto tiene la opinión de que el mercado único no tendrá impacto sobre ellas.

Para superar con éxito los nuevos retos planteados, las empresas navarras deben generar ventajas competitivas, debiendo prestar una especial atención a la innovación tecnológica en procesos y productos.

El Gobierno de Navarra también realiza su aportación en esta dinámica de mejora de nuestra competitividad, que debe involucrar a los diferentes agentes económicos y sociales.

A este respecto, debe tenerse en cuenta que la Comunidad Foral de Navarra cuenta con un sistema de financiación específico que no se engloba en el modelo general definido en la Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas, regulándose su actividad financiera y tributaria por el tradicional sistema del Convenio Económico. Este particular sistema financiero y tributario es uno de los derechos históricos que la Constitución española reconoce y ampara.

Este modelo de convenio otorga una amplia po-

testad tributaria al Gobierno de Navarra, que tiene poder para mantener, establecer y regular su propio régimen tributario respetando los tratados internacionales y los criterios de armonización y competencias reconocidas al Estado en el propio Convenio Económico. Ello se traduce en que mientras en Navarra los ingresos tributarios financian el 66 por 100 de sus gastos totales, en régimen común este porcentaje queda reducido al 18 por 100.

De esta manera, la Administración regional, además de determinar el volumen y la estructura de sus gastos, puede también influir sobre el patrón de distribución de las cargas públicas. Así ocurre al contar con una diferente articulación de los impuestos directos, que son directamente gestionados por la Hacienda de Navarra.

La política presupuestaria diseñada y plasmada en los Presupuestos para 1992 y para 1993 persigue, como grandes objetivos:

- Mantener la actual política de dotación de capital público, muy especialmente en infraestructuras, que absorben un volumen de gastos que representan un 3,5 por 100 del PIB regional. Se pretende corregir la insuficiencia e inadecuación de las infraestructuras productivas de Navarra.
- Apoyar la modernización de los sectores públicos —para lo que se han arbitrado programas y actuaciones tendentes a fomentar la realización de inversiones industriales que supongan la ampliación y modernización de nuestro tejido industrial— y facilitar los esfuerzos en investigación y desarrollo de las empresas navarras.
- Intensificar las políticas de bienestar comunitario, al objeto de mejorar la prestación de servicios públicos de elevado contenido social, como los relativos a la salud, educación, vivienda, tercera edad, etcétera.
- Desarrollar una política de ajuste presupuestario que compagine la ejecución de programas de gasto en áreas clave para el futuro con una progresiva reducción del desequilibrio financiero de las cuentas públicas del Gobierno de Navarra.

La redefinición del marco de relaciones financieras con el Estado y la asunción de nuevos servicios transferidos de Educación, el Instituto Nacional de la Salud y el Instituto Nacional de Servicios Sociales han producido un fenómeno nuevo para la Administración regional: la aparición de necesidades de financiación no cubiertas con los recursos corrientes.

De esta manera, el Gobierno de Navarra debe proceder a emitir deuda pública. A finales de 1992 se efectuó la primera emisión, por un monto global de 30.000 millones de pesetas, que se instrumentó

en bonos simples al portador, de 100.000 pesetas de valor nominal cada uno, representados mediante anotaciones en cuenta. Estos títulos gozan de gran liquidez al cotizar en la Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España.

La solvencia de la Hacienda de Navarra queda fuera de duda si tenemos en cuenta que Navarra es la Comunidad que presenta el menor nivel de endeudamiento. Así, mientras la deuda viva del Estado se sitúa en torno al 36 por 100 del PIB, en el caso de Navarra esta *ratio* es en la actualidad del 0,5 por 100 del PIB regional.

Esta emisión, a la que en el futuro seguirán otras, se enmarca en el Escenario de Consolidación Presupuestaria acordado con la Administración del Estado para el quinquenio 1992-1996, dentro de la actuación coordinada de las diferentes administraciones públicas para poder alcanzar la convergencia presupuestaria que el Tratado de Maastricht requiere para acceder a la tercera fase de la unión económica y monetaria.

Esta coordinación tiene claro reflejo en los presupuestos que los diferentes gobiernos regionales han elaborado o están preparando, en los que se produce una notable desaceleración en el ritmo de crecimiento de los gastos, con una subida media en torno al 9-10 por 100 con respecto a los de 1992, adecuándose de esta forma a los escenarios de consolidación presupuestaria acordados en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera. En el caso de los Presupuestos de Navarra para 1993, éstos contemplan, prácticamente, el mismo volumen de gastos que los del ejercicio de 1992.

Esta es una de las aportaciones que las administraciones públicas efectuarán para que entre todos consigamos que la economía nacional esté en condiciones de formar parte de la unión económica y monetaria, facilitando así la consecución de mayores niveles de competitividad y bienestar.

Por otro lado, la reducción de los déficit públicos permitirá ejercer a la política presupuestaria el importante papel que le está destinado como estabilizador de la demanda agregada al no poder recurrir, en el futuro, a instrumentos de política monetaria o de tipo de cambio.

* * *

En la presentación de uno de los números de *Cuadernos de Información Económica*, que dirige el profesor Fuentes Quintana, se exponía cómo la llegada del otoño de 1992 sorprendía a la economía española en una situación particularmente crítica, plagada de dificultades y con muchas incertidumbres sobre la realidad presente y su posible evolución. Tres tipos de acontecimientos van a

condicionar en el próximo futuro el desenlace de estas incertidumbres.

Ante todo, la propia recesión *económica mundial*, cada vez más omnipresente en cada uno de los países por la cada vez mayor interdependencia entre sus economías.

En segundo lugar, las actuales graves dificultades del proceso de *integración de los Doce en la unión monetaria europea*. Ello tiene una incidencia directa en el equilibrio del sistema cambiario y una evidente repercusión en el comportamiento de los mercados nacionales e internacionales.

En tercer lugar, los específicos problemas de nuestra economía española. En un marco general de incertidumbre y con un creciente grado de apertura al exterior, nuestra economía muestra ya síntomas inequívocos de desaceleración de su crecimiento económico, crecimiento no controlado de la inflación y del déficit y, en definitiva, una generalizada crisis de confianza que retroalimenta la propia desaceleración a la que me refería.

En medio de todos estos condicionamientos, las entidades financieras, inmersas en un proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero, se debaten en un nuevo escenario de compe-

tencia, en el que existe una tendencia generalizada a la mimética ampliación de sus actividades por encima de su propia trayectoria pasada e incluso de su tradicional identidad corporativa.

Estas medidas liberalizadoras tienen una influencia directa en el fomento de la competencia y, consecuentemente, de la innovación. Pero toda liberalización implica un riesgo, y la gestión de estos riesgos necesita una nueva dimensión, dada su trascendencia en el nuevo entorno competitivo.

Al mismo tiempo, este nivel de incertidumbre —hasta ahora desconocido— está influyendo directamente en la evolución de los tipos de interés y de cambio. Todo ello como consecuencia, también, de la falta de control de la inflación, que ha coadyuvado a que algunas monedas abandonen el sistema de paridades fijas.

Finalmente, la volatilidad de los tipos ha actuado como motor de la innovación, desarrollándose nuevos productos que ponen en manos de las entidades instrumentos ágiles para la gestión de los riesgos de cambio y de tipos de interés, instrumentos que introducen una especial complejidad a la hora de valorar la asunción de riesgos por el sistema crediticio.

RIESGO DE CREDITO EN LA OPERATIVA INTERBANCARIA

José Manuel HERNANDEZ BENEYTO

Las operaciones llevadas a cabo en los mercados financieros resultan en tres grandes grupos de riesgos: el riesgo de precio, el riesgo operativo y el riesgo de crédito.

I. EL RIESGO DE PRECIO

El riesgo de precio es el más homogéneo de todos, en el sentido de que afecta, generalmente, de forma muy similar a instituciones que hayan incurrido en cantidades y calidades de riesgo similares. Es también el que tiene un impacto más inmediatamente visible en la cuenta de resultados, el que es fruto de una estrategia direccional y, en definitiva, el verdadero generador de recursos, de tal forma que la equivocación en éste desemboca automáticamente en una disminución patrimonial transitoria o permanente, según se evalúen las posiciones resultantes sin cerrarlas o, al contrario, se liquiden definitivamente.

Un factor diferenciador entre instituciones, en lo que al riesgo de precio se refiere, radica en su capacidad para reconocerlo y medirlo adecuadamente.

Dada la infinita gama de cantidades de riesgo de precio que uno puede aceptar, también se diferencian las entidades en la forma en que escogen una y otra para adecuarla lo más estrechamente posible a sus posibilidades, objetivos y estrategia, pues existen riesgos de mercado para todos los apetitos, desde el prácticamente desaparecido arbitraje hasta el puramente direccional de precio, interés o cambio.

Entre la virtual ausencia de riesgo de mercado en el uno y la total concentración del otro, abundan las posibilidades intermedias para satisfacer a los más agresivos o a los más cautos.

Entre otros, se puede destacar el riesgo de curva (posición para sacar beneficio de movimientos de tipos entre distintos períodos de la curva de intereses de una misma moneda) y también el de base

(corto y largo, a la vez de productos distintos con sensibilidad a movimientos absolutos de tipos igual a cero con objeto de beneficiarse del cambio de relación entre ambos: bonos contra *swaps* de tipos de interés, por ejemplo).

Existe una correlación fuerte entre la cantidad de riesgo de mercado que se asume y la sofisticación de la metodología y sistemas para medirlo, de tal forma que posicionarse pura y llanamente al alza o baja de los tipos de interés en una sola operación es mucho más arriesgado, pero mucho más fácil de seguir, que la combinación de operaciones en sectores de la curva o productos distintos que tienen por objeto disminuir el impacto de los movimientos de mercado.

La conclusión en este punto es que la asunción responsable de riesgo de mercado pasa por la adecuada elección de cantidad y calidad de riesgo. Esta elección está condicionada por la capacidad individual de soportar quebrantos y la capacidad de controlar los tipos de riesgo asumidos.

Esta conclusión nos lleva al segundo riesgo que se ha de asumir cuando se opera en mercados financieros: el riesgo operativo.

II. EL RIESGO OPERATIVO

Se entiende por riesgo operativo el conjunto de incidencias posibles en la cadena de operaciones y manipulaciones necesarias para materializar el posicionamiento en el mercado. Empiezan en el ámbito del operador, tanto en su preparación técnica como en el nivel de tecnología que se pone a su disposición. Pasan también por la infraestructura general de apoyo de la institución, que incluye la intervención y la mecanización. Ese conjunto de incidencias amenaza particularmente a la institución que carece de especialistas y equipos entrenados para intervenir en productos sofisticados.

Como ejemplo de lo anterior, se puede evaluar la diferencia entre la falta de realización de un pago,

cuyo quebranto viene determinado por los intereses de descubierto que procederá pagar, y la falta de ejercicio de una opción si ésta tiene valor intrínseco. En el primer caso, el quebranto suele ser relativamente modesto (a menudo, llega incluso a compensarse parcialmente por el uso de los fondos no entregados). En el segundo caso, resulta imposible calcular el daño producido a priori, pero la experiencia demuestra que su alcance es muy superior.

También aquí ha de concluirse que la asunción responsable de riesgo pasa por la capacidad de gestionar adecuadamente operaciones de complejidad variable. Es preferible, en ausencia de esta capacidad, correr poca cantidad de riesgos sencillos, pero extremos, que mucha de riesgos complejos y más relativos, ya que, aun en la hipótesis de acierto en el riesgo de mercado, pueden producir elevados quebrantos en su aspecto operacional.

Es frecuente que, por operar en productos muy sensibles a este riesgo, determinadas instituciones registren resultados menos positivos o más adversos de lo que cabría pensar a la sola vista de su estrategia de mercado. No resulta suficiente el saber «hacer *swaps*» o «vender opciones» para determinar si ése es un buen o mal producto. Este resulta malo o bueno en función de la capacidad de una institución de operar en él en un entorno de seguimiento, control y administración adecuados.

Si el riesgo de mercado trataba generalmente a todos por igual y el riesgo operativo variaba, al contrario, en función de la capacidad de cada institución, el tercer riesgo que interviene en la operativa de tesorería es peculiar, en el sentido de que empezó siendo lo primero y acaba siendo lo segundo.

III. EL RIESGO DE CREDITO

Este sutil cambio pasa a menudo desapercibido por la naturaleza del riesgo de crédito en sí, que sólo es evidente en caso de accidente, tanto más traumático cuanto que es generalmente inesperado tratándose de operaciones de tesorería.

Digamos, a modo de ejemplo, que hace algunos años dos instituciones que pensaban en bajada de tipos y operaban con la misma contrapartida obtenían resultados idénticos en caso de quiebra. De no ser así, era su capacidad jurídica o su nivel de compromiso con la entidad en quiebra lo que diferenciaba sus suertes, pero en ningún caso la estructura o desarrollo de la operación de tesorería podía resultar ser un factor diferenciador. Hoy, las dos instituciones potencialmente acreedoras ten-

drían suertes muy distintas en función de la forma en que materializaran su estrategia y el seguimiento dinámico de la misma, a pesar de tener idéntica contrapartida.

Este, como veremos más adelante, no es un ejemplo aislado de diferencias muy materiales en la conclusión de una operación de tesorería.

La principal opinión que se pretende defender aquí es que cuando correr más riesgo no aporta nada, la realización del acto es estéril, antieconómica y representativa de una conducta nada profesional ni respetuosa de los intereses que se creen defender.

Si, en otros casos, estas situaciones son todavía tan frecuentes como difíciles de medir y requieren intuición y experiencia, en el caso del riesgo de crédito existen cada día más medidas tangibles que pueden tomarse antes y durante la vida de una operación para adecuar, minimizar y, a veces, eliminar el riesgo de crédito de algunas transacciones.

Existen dos caminos posibles para abordar el estudio de la adecuación del riesgo al objetivo deseado: *el cuantitativo y el cualitativo*.

El primero tendería a determinar la compensación necesaria, generalmente material, para entrar en un riesgo por oposición a otro. Esta forma, sumamente eficaz para determinar el valor relativo de dos inversiones, es menos adecuada en el caso de la operación de tesorería desde la perspectiva del posicionamiento, que es la que abordamos aquí, principalmente porque esta forma tiene consistencia sólo hasta determinar el valor relativo, como hemos dicho, y no el absoluto, que depende de cada institución. También, y sobre todo, porque en tesorería la contrapartida es sólo un medio para expresar una estrategia y no una finalidad en sí.

El jefe de créditos concede precisamente eso, créditos, y la diferencia entre uno y otro viene marcada por la contrapartida. El tesorero toma posiciones y la diferencia entre una y otra depende del acierto en el posicionamiento y poco o nada de la contrapartida. El papel que juega la otra parte en uno y otro caso es casi diametralmente opuesto.

Quizá porque en tesorería lo más importante es acertar en la estrategia, es frecuente que el tesorero, que asume forzosamente funciones reales de jefe de créditos en el momento de decir sí o no, conceda un cuidado relativamente bajo a la contrapartida con la que opera, siempre y cuando se den dos condiciones definidas y a menudo únicas: que paguen u ofrezcan el precio adecuado y que estén incluidas en una lista de contrapartidas aceptadas por su institución. Esta lista es forzosamente tan

amplia como lo exija el nivel de flexibilidad que cada uno quiere dar a sus operadores, y, sin embargo, pocas instituciones logran asignar límites de contrapartida condicionados a un margen determinado y relativo a otra elección.

Finalmente, tesorería no es un centro de negocio donde se provisiona habitualmente y por obligación el riesgo de crédito (hasta este momento por lo menos). En casos aislados, se hace por operaciones específicas, pero más raramente todavía de forma genérica, como lo demandaría, por ejemplo, cualquier cartera de préstamos. Al no existir esta práctica, no se estimula la exigencia de mayor devengo por mayor riesgo de crédito percibido.

Los mercados interbancarios, y particularmente los de corto plazo y los de algunos productos de fuera de balance, resultan a menudo ineficientes a la hora de marcar diferencias de precio entre sus participantes basadas sobre sus diferentes calidades crediticias.

Por este conjunto de razones abordaremos la adecuación del riesgo al objetivo fijado por el camino que parece ser más diferenciador: *la vía cualitativa*, y específicamente la elección de productos, métodos transaccionales y seguimiento dinámico del riesgo como estrategia para lograrlo.

Analizaremos para ello tres grandes grupos dentro del riesgo de crédito: el riesgo de contrapartida, el riesgo de producto y el riesgo transaccional.

1. El riesgo de contrapartida

Aunque se ha insistido en la ineficiente actitud del mercado interbancario para diferenciar por vía de precio a las instituciones de forma correcta, no es menos cierto que resulta preciso elaborar una lista de bancos o compañías con quien se quiere operar en estos mercados.

Se hace, pues, necesario abordar, aunque sea superficialmente, algunos aspectos tradicionales del análisis de riesgos. Lo primero que conviene analizar es la naturaleza del agente económico que estamos evaluando. Es posible afirmar que la banca es una industria de bajo riesgo relativo que goza de importancia estratégica y política y que por ello merece, por parte de las autoridades, una vigilancia y cuidado específicos.

Esta actitud redundante generalmente en un nivel proporcionalmente más elevado de seguridad para aquellos, sobre todo público, pero también otros bancos, que operan con este tipo de institución. Sin embargo, si el deber de vigilancia es general y permanente, la asistencia, por encima de la protección de los pequeños depositantes, debe ser interpretada como un acto voluntario, no obligatorio,

sujeto al contexto de conveniencia social y política en que nos encontremos.

La primera constatación es, pues, que en muchos casos la intervención de la autoridad legal en una entidad financiera ha resultado ser determinante para eliminar el quebranto posible por operaciones pendientes con ésta. Sin embargo, es mucho más que simple prudencia evitar darle a esta posibilidad mayor ponderación de la debida.

Otro aspecto que ha resultado ser de vital importancia a lo largo de los últimos años es el riesgo país. Sólo diremos a este respecto que los riesgos de convertibilidad, liquidez o político de algunos países han determinado la defectuosa resolución de operaciones en las cuales la calidad crediticia de la contrapartida final no había necesariamente sufrido evolución alguna desde una perspectiva intrínseca. Si en el corto plazo este análisis es relativamente cómodo, en el medio y largo ha demostrado ser particularmente difícil de realizar correctamente.

En tercer lugar, entramos en el análisis de la contrapartida propiamente dicha. Ya mencionamos que no era nuestro objetivo cuantificar en este aspecto, por lo que prescindiremos de dar niveles, saldos o *ratios* que resultaran adecuados o no en función de la interpretación de cada uno.

No obstante, mencionaremos que el objetivo final del análisis tendrá forzosamente que ser el pronunciarse sobre la capacidad y voluntad futura del deudor para hacer frente a sus compromisos en el tiempo y manera estipulados. Esta difícil labor se basará, en gran parte, en opiniones y se referirá al futuro con la incertidumbre que éste comporta por propia definición.

La ayuda que aporten los modelos estará condicionada por la calidad y fiabilidad de la información estrictamente financiera de la que se disponga. Estas dos cualidades son, a menudo, escasas y varían fuertemente de un país a otro. Por otra parte, la volatilidad de los mercados financieros y del comportamiento de la economía invalidan la información financiera demasiado alejada en el tiempo, con lo que es preciso seguir atentamente las contrapartidas, los países y el sector en general para adelantarse lo más posible a los hechos. Las agencias de calificación (*rating*) tienen por objetivo este seguimiento más íntimo y especializado, con lo que es aconsejable seguir cuidadosamente sus comentarios y estudios. Sin embargo, sus clientes lo son generalmente por elección propia, con lo que no se garantiza que las contrapartidas que queremos evaluar están, a su vez, seguidas por agencias. Por otra parte, si bien es difícil que el riesgo de capital esté mal cubierto por las calificaciones que otorgan

las agencias, la variación de estas «notas» afecta muy fuertemente a la deuda viva de los emisores, con lo que el precio de venta de esos pagarés o la capacidad de asignar los compromisos pendientes a otras entidades se ven afectados.

Este aspecto sirve para ilustrar claramente que, en créditos, no suele ser «todo o nada», sino que el patrimonio se pierde generalmente por etapas o partes y conviene ser capaz de evaluar situaciones repetidamente y cortar pérdidas antes que llevar riesgos hasta vencimiento que resulta ser a veces, por otra parte, incierto.

Precisamente es éste el aspecto más innovador que ofrece la riqueza de los mercados financieros actuales en cuanto a riesgo de crédito se refiere. No sólo aparecen productos muy escasos de riesgo de contrapartida (aunque concentrando otros tipos de riesgos), sino que las posibilidades de interrumpir ese riesgo antes de vencimiento existen de forma real. Podemos, por suerte, hacer algo más que prestar y esperar al vencimiento o cambiar y entregar cantidades cada vez más importantes en plazas cada vez más alejadas.

2. El riesgo de producto

Para centrar el propósito de esta segunda parte, dividiremos los productos de tesorería en tres grandes grupos que, además, pertenecen a distintas generaciones.

Primera generación: caja

En este grupo incluiremos todos los productos de tipo depósito o pagaré. Se caracterizan generalmente por requerir pagos y cobros de los principales o capitales y se contabilizan en el balance. El riesgo de crédito en este grupo es *asimétrico, medible y estable*.

Es asimétrico porque sólo una de las partes involucradas contrae riesgo con la otra; medible y estable, porque la variación del importe a riesgo sólo depende de los intereses ya periodificados y, eventualmente, del cambio de divisas si, tratándose de una operación en moneda distinta de la del balance, procediera constituir reservas o sanearlo.

En el caso de este grupo, procede tomar las siguientes medidas: al ser el préstamo lo que más capital pone a riesgo, procede utilizarlo con moderación y cuando la necesidad de invertir procede del saldo de caja; no es imprescindible ir a plazos largos, aunque largo sea el pasivo que pretendemos cubrir, y cuando resulte posible, procede invertir en pagarés, bonos u obligaciones tan líquidos en el mercado secundario como el sentido económico de la transacción lo permita.

Segunda generación: contratos por diferencia

En este grupo vamos a incluir las operaciones que giran alrededor del concepto de apuesta; es decir, aquellas en las que la liquidación de la misma tendrá lugar por diferencia entre precio pactado y precio de mercado.

Entre los productos más destacados de este grupo, podemos señalar los *swaps*, de interés solamente o interés y moneda, los acuerdos de tipos de interés o cambio futuros y los contratos de futuros en bolsas organizadas.

Representan uno de los dos grupos de operaciones más interesantes para posicionarse en los mercados y la herramienta más adecuada al concepto de tesorería al que nos estamos refiriendo desde el principio.

Su perfil de riesgo de crédito, al contrario del primer grupo, es *simétrico, evaluable e inestable*; pero, a diferencia del primer grupo, el riesgo de crédito nunca gira alrededor del principal, sino del *valor de liquidación* del contrato.

Esta peculiaridad viene dada por las características de los contratos en los que el principal de la operación es tan sólo uno de los elementos necesarios para calcular la liquidación a vencimiento. En ningún caso procede intercambiar los importes «nocionales» de la operación, y como consecuencia, estos nocionales se contabilizan por debajo de la línea de balance.

Al contrario de lo que ocurre con una operación del primer grupo, podemos ver que, con identidad de adecuación al propósito de posicionarse en tipos de interés, evitamos riesgo de crédito (en su mayor parte) y riesgo de liquidez, con lo que la cantidad de riesgo asociada a la operación es más reducida y, por consiguiente, hace la operación más rentable. Veremos más tarde que las posibilidades de este grupo, en lo que a evitar riesgos de crédito se refiere, van aún más allá.

Sería irracional pensar que, con todas estas ventajas, todavía hay mercados activos y líquidos en productos de la primera generación. Hay tres razones para justificarlo.

- En primer lugar, una transacción básica (desde la exportación/importación de bienes y servicios hasta las necesidades de capital para la industria, o las de invertir ahorro para fondos o compañías de seguros) requiere un producto de la primera generación para realizar la transferencia de capital.
- En segundo lugar, como dijimos en la primera parte, es muy aventurado operar activamente en estos productos sin sistemas sofisticados de control de los riesgos, de mercado u operativos.

- En tercer lugar, el riesgo de crédito asociado a este grupo es más difícil de seguir que el convencional.

El riesgo de crédito en estas operaciones viene dado por el importe que se dejaría de percibir de la contrapartida si ésta, llegado el vencimiento del contrato, no hiciera frente a su compromiso.

Es importante notar que no interviene solamente un factor para que haya quebranto, sino dos: *que la contrapartida no haga frente a su compromiso y que el mercado haya ido en un sentido determinado.*

Este concepto es atractivo, ya que ambos factores están totalmente desligados. Por vía de consecuencia, y siendo el movimiento de mercado el que determina quién tiene el riesgo de crédito y cuánto, éste es *simétrico, evaluable e inestable.*

Tercera generación: derechos sin obligaciones

Si en el grupo anterior vimos cómo el riesgo pasaba de una a otra de las partes en función del mercado y de las características del producto, en este grupo una parte adquiere derechos y la otra obligaciones, pero también una paga y otra cobra por este servicio, característica ausente en el caso anterior. Se trata de las opciones.

El riesgo de crédito es aquí también *asimétrico, evaluable e inestable.*

Desde esta perspectiva, pero sólo desde ésta, los dos grupos son muy similares al tener que identificar los momentos de riesgo (no lo hay siempre para la misma parte, como ya vimos) y cuantificarlos cuando ocurren. También son similares en cuanto a las posibilidades operativas que ofrecen para disminuirlo, congelarlo o anularlo antes de vencimiento.

Abordaremos ahora la metodología de seguimiento y control del riesgo de crédito en operaciones de fuera de balance.

En primer lugar, conviene aclarar que, dado el número de productos que existen y la necesidad de controlarlos separadamente, es preciso encontrar y utilizar un denominador común de riesgo y, de esta manera, dar, de forma rápida y concisa, una evaluación de cuánto hay de riesgo con una contrapartida, considerando toda la operativa con la misma. Utilizaremos como denominador común el equivalente a un depósito.

En segundo lugar, observaremos que el Banco Internacional de Pagos (BIP) lleva mucho tiempo reflexionando sobre el riesgo de los mercados de

productos derivados *desde la perspectiva de requerimiento de capital.*

Dadas las similitudes entre ambas finalidades, se podría argumentar que si se necesita capital en proporción al riesgo que se tenga en esos productos y ese riesgo es el de mercado, siendo el mismo el que condicionará el riesgo de contrapartida, se podrían utilizar los trabajos del BIP para iniciar un sistema de control del riesgo de crédito.

Sin embargo, habría que pedir a los que así procedan que antes de validar sus resultados reflexionen adecuadamente sobre el propósito de cada uno: el BIP pretende que cada institución tenga suficiente capital para asumir estos riesgos; nosotros pretendemos evaluar el importe de crédito equivalente que tiene a riesgo con una determinada contrapartida.

En el primer caso, el recurso de capital total obtenido sirve para sanear cualquier operación que lo requiera; en el segundo, evaluar mal el equivalente crédito de una operación con una contrapartida no puede compensarse con otras que han ido bien.

Estos trabajos ofrecen dos alternativas diferenciadas: *el método de evaluación histórica y el método de evaluación constante.*

Los dos métodos requieren mucha atención y se necesitan sistemas de sofisticación razonablemente alta, aunque variable en función de la elección de uno u otro.

El método de evaluación histórica consiste en atribuir un porcentaje a cada producto basándose en su naturaleza y vencimiento final. Este porcentaje del importe nominal se aplica a todas las operaciones y permanece constante durante la vida de la operación.

El porcentaje que se atribuye a cada producto debe basarse en las posibilidades estadísticas de variación de precio y modificarse en función del índice de confianza o la postura más o menos conservadora que se quiera asumir. Es importante sentirse cómodo con el porcentaje que se elige, ya que si es excesivamente alto o bajo, se distorsiona la imagen de riesgo real.

Este sistema es, con diferencia, el más fácil de seguir y el más conservador, en la medida en que no modifica el porcentaje de equivalente depósito asignado a la operación desde el principio, con lo que no necesita actualizaciones y, a medida que se acerca el vencimiento, va aumentando en relación al nominal de la operación.

Con este sistema, y empezando con *ratios* bajas, puede argumentarse que existe una cierta descubierta al inicio de la operación y un exceso al final.

Tiende a dar una perspectiva de mayor riesgo del que existe realmente siempre y cuando se considere la cartera global. Veremos más adelante que diferenciar esta perspectiva de la individual, es decir, la de cada contrapartida, es esencial para evaluar bien la situación.

El método de evaluación constante consiste, por el contrario, en comparar el precio de cada transacción con el del mercado. A este valor, cuando resulta positivo (es decir, cuando tener que sustituir el contrato objeto de análisis por otro en condiciones actuales de mercado supusiera un quebranto), se suma un porcentaje fijo (de cuantía muy inferior a los del método anterior).

La suma de ambos representa el riesgo patrimonial que se tendría que soportar al no poder exigir cumplimiento a la contrapartida original y realizar la misma operación con otra entidad a los precios vigentes.

Este método es, sin duda, más complejo, requiere sistemas con altas capacidades de cálculo y mantenimiento constante. Por otro lado, ofrece una imagen más exacta del riesgo en curso.

Antes de pronunciarse por uno o por otro, conviene hacer las siguientes consideraciones sobre ambos modelos.

La primera es que, independientemente del porcentaje que se escoja en el primer método, su validez dependerá del *volumen de operaciones* que se tenga con una contrapartida.

Supongamos que tomamos el 1 por 100 por año para contratos sobre tipos de interés. A escala global, cubrirá seguramente el riesgo de la cartera, ya que se supone que habremos operado innumerables veces y a tipos representativos de todo el movimiento de interés ocurrido.

Con contrapartidas muy activas se verificará fácilmente esta teoría de distribución del riesgo. Sin embargo, con contrapartidas que tienen pocas operaciones, que por su naturaleza de participantes esporádicos en estos mercados pudieran, además de tener pocas, tenerlas al mismo lado del mercado, el riesgo de este sistema es tanto más alto cuanto el porcentaje escogido es bajo.

Por ello pudiera proceder un sistema mixto de porcentajes distintos en función de la contrapartida. Este punto de vista es particularmente aconsejable con las contrapartidas muy poco activas o con las que, por su naturaleza, sólo actúan en un lado del mercado.

La segunda es que, aunque el sistema de evaluación constante es más complejo, no se debe operar

en estos productos desde la perspectiva de riesgo de crédito sin la capacidad rápida (aunque no necesariamente en tiempo real) de evaluar la situación precisa con una contrapartida por revaluación de todas sus posiciones a mercado.

La tercera consideración es que conviene ver en qué casos se está a riesgo con la contrapartida y en cuáles sucede lo contrario, si bien no con la intención de «compensar» automáticamente pérdidas y beneficios a efectos del riesgo real. Existen casos donde esto es posible (en Estados Unidos, con *swaps* por ejemplo), en otros se considera muy probable y en otros sólo posible. No obstante, en ausencia de ley o jurisprudencia al respecto, procede considerar el riesgo en su sentido más conservador, es decir, sin *netear*.

A pesar de esto, es mucho más cómodo afrontar una crisis con una contrapartida desde la perspectiva de tener la posibilidad de compensar flujos que teniendo solamente una operación, y que ésta resulte en un quebranto para nosotros.

Por ello, paradójicamente, operar más con una contrapartida determinada tenderá a menudo a disminuir riesgo de crédito y no necesariamente a aumentarlo, con lo que la concentración constituye una técnica de protección en sí.

Otra técnica de protección utilizable en productos fuera de balance, desde la perspectiva de riesgo de crédito, consiste en provocar una operación contraria.

Siguiendo con los ejemplos de *swaps* de intereses, y habiendo dejado claro que la cantidad de riesgo existente en una operación de este tipo viene dada por el movimiento de mercado, veamos la situación siguiente:

Hemos acordado pagar el tipo de interés fijo a la contrapartida X a diez años al 6,75 por 100; los tipos están hoy al 7,25, pensamos que seguirán subiendo y no nos sentimos cómodos con este aumento posible de riesgo real con la contrapartida indicada. En la actualidad, nuestro riesgo es del 0,5 por 100 anual y el quebranto posible sería el valor presente de los flujos negativos que produciría la sustitución (sólo a efectos de simplificación, eliminamos la evaluación de la parte flotante, que, por naturaleza, suele ser de ínfima cuantía en relación a la parte fija).

La protección en este caso vendría dada por la realización de una operación contraria con la contrapartida X, de forma que si siguen subiendo los tipos perdemos más en un contrato y ganamos en el otro.

Claro está que debemos recordar si se puede compensar o no con esta contrapartida, pero de-

bemos pensar lo siguiente: aunque no pueda compensar, la segunda operación por definición no puede haber añadido riesgo, sólo lo habrá congelado donde estaba, al 0,5 por 100; en segundo lugar, si hay que entregarle el caso a la asesoría jurídica, el abogado se sentirá más cómodo con la segunda opción que con la primera, por lógica.

Si la contrapartida no quisiera entrar en esta segunda operación, le ofreceríamos *terminar el «swap»*.

Esto consistiría en finiquitar la operación, entregando una de las partes la compensación material representada por el valor presente de la diferencia entre el precio pactado y el mercado. Dado que en este caso es la contrapartida X quien debe desembolsar capital, podría resultar inadecuado para ella aunque esto no signifique que entre en pérdida por este hecho; en este caso, tener otras operaciones con la misma contrapartida de las que se pueda hacer uso, si su liquidación fuera de signo contrario, facilitaría mucho las cosas. Esto no es más que lo que haríamos en caso de liquidación de estar seguros que la justicia lo convalidaría. La diferencia es que se puede hacer *antes* de que ocurra el cese de actividad de una de las dos partes.

La tercera posibilidad vendría constituida por la *asignación* del contrato a otra contrapartida. Esta posibilidad se daría por dos razones principales: bien porque ésta se encuentra relativamente más cómoda con X o porque tiene operaciones de signo contrario (en tipo de interés o en compensación). De esta forma, la nueva contrapartida cede su capacidad de anular el riesgo de nuestra transacción.

Las tres posibilidades tienen varios grados de coste, desde el estrictamente operativo hasta el margen que se deba satisfacer eventualmente para terminar o asignar. En cualquier caso, este coste es infinitamente más pequeño que aquel en el que se incurre cuando no se puede hacer nada o se espera pacientemente a que ocurra lo peor.

No debemos cerrar este capítulo sin atraer la atención sobre el importantísimo papel que juegan en este asunto las asesorías jurídicas, desde la revisión y preparación de contratos hasta el estudio de garantías, cada vez más frecuentes en estos mercados, por operar en ellos filiales especializadas de grandes instituciones y garantizadas por éstas. Pero deben ayudar los responsables de las tesorías a empujar la operativa dentro de acuerdos marco ya muy extendidos, y trabajar para conseguir cláusulas que permitan cualquier clase de disminución de los riesgos innecesarios en su negocio. Sólo a este precio conseguiremos un mayor número de participantes en estos mercados y productos para su mayor desarrollo en un entorno controlado y líquido.

3. El riesgo transaccional

El último punto que debemos abordar en la operativa de tesorería, y bajo el aspecto de riesgo de crédito, es el del riesgo transaccional. Existen múltiples acciones que pueden tomarse antes de cerrar una operación y que, sin restar eficacia, la lleven a cabo en un entorno más seguro.

Los pagos contra entrega son una de las formas de cumplir este objetivo. Para esto, basta operar a través de los organismos que ofrecen esta posibilidad tanto dentro como fuera de España (a menudo basta con abrir una cuenta).

La operativa en futuros, en lugar de otros productos de gran similitud cada vez que es posible (y lo es más a menudo de lo que se quiere creer), es otra forma muy válida de cumplir ese objetivo.

Evitar intercambios de principal si no son absolutamente imprescindibles también es positivo. En este caso, se trabaja en favor del correcto funcionamiento del sistema, ya que el aumento exponencial de las masas que se intercambian en las cámaras de compensación de cada país está motivando acciones drásticas por parte de las autoridades, temerosas de que una incidencia más o menos importante en el sistema pudiera dar lugar a una situación más o menos difícil de controlar. En cualquier caso, estas medidas tendrán obligatoriamente un coste económico para todos, con lo que resulta rentable pensar en ello desde ahora.

Podemos concluir señalando que no podemos creer en un sistema que por no aceptar ciertos riesgos impida su desarrollo. Pero mucho menos en correr riesgos que no procedan de una justificación económica o necesidad contrastada. La actividad de tesorería nació en un entorno en el que la poca disponibilidad de productos en los que operar y expresar sus posiciones exigía asociar una multitud de riesgos en una sola operación. Si han variado las condiciones y el contexto, y además es cada vez más posible desguazar el riesgo en componentes, debemos hacerlo tanto para su mejor estudio como para su mejor fijación de precio.

Si además las autoridades monetarias, cada vez más profesionales en sus planteamientos, exigen mayores niveles de capitalización para operar en los mercados en función de los riesgos en que incurramos, debemos ser capaces de remunerar los riesgos, todos los riesgos, mejor, o correr menos cantidad de aquellos a los que no podemos sacar rentabilidad.

Debemos, en definitiva, ser prudentes, considerando esta actitud no como el rechazo del riesgo, sino como su aceptación desde una perspectiva de mayor conocimiento y mejor gestión.

EL RIESGO EN LA GESTION DE CARTERAS

Miguel CORDOBA

INTRODUCCION

En los últimos años la gestión de carteras y patrimonios en general se ha convertido en una actividad profesional de creciente importancia, habida cuenta del volumen de fondos administrados por cuenta de terceros, al amparo de la nueva normativa fiscal de las instituciones de inversión colectiva.

No obstante, según se ha ido incrementando el volumen patrimonial a gestionar, también se ha ido incrementando el riesgo de gestionar inadecuadamente una cartera, bien por el hecho de que se produzcan pérdidas, bien porque se incurra en un coste de oportunidad de no obtener una mejor rentabilidad en inversiones alternativas.

Es nuestro objetivo analizar en los siguientes párrafos en qué consiste el riesgo de una cartera, y esbozar alguno de los métodos más usuales de cobertura de dicho riesgo.

EL RIESGO DE UNA CARTERA

De entrada, para evitar el riesgo de una cartera, hemos de conocer dicha cartera, es decir, debemos analizar cuáles son los parámetros básicos que la definen, esto es:

- Plazo de colocación del capital.
- Grado de aversión al riesgo de los propietarios.
- Distribución adecuada de los activos.
- Concentración de la propiedad de la cartera.
- Marco fiscal en el que se desenvuelve el propietario o propietarios de las carteras.

No es lo mismo gestionar una cartera de renta fija que una de renta variable; no es lo mismo gestionar un patrimonio individual que un patrimonio colectivo; no es lo mismo que los propietarios de

la cartera sean los huérfanos de una determinada institución, o los jubilados de una empresa, que se trate de un colectivo de especuladores que se asocia para sacar alta rentabilidad a un excedente transitorio de liquidez; no es lo mismo que se constituya una cartera para aprovechar una coyuntura bursátil favorable, o que se trate de una inversión a largo plazo acumulativa con el fin de evitar incrementos no deseados en la base imponible de los propietarios de la cartera.

Obviamente, la estrategia a utilizar dependerá de la tipología de los activos que componen esa cartera. Una primera división obligada es separar las carteras de renta fija de las de renta variable, puesto que las primeras están referenciadas con el tipo de interés como variable básica, y las segundas con la gestión de las empresas emisoras de las acciones y las expectativas bursátiles de la cotización de dichas acciones.

Una segunda característica será el plazo o la estructura de plazos que deban tener las inversiones. No se puede establecer una estructura combinada de activos con opciones con vencimiento junio, cuando mañana mismo el propietario nos puede reclamar los fondos invertidos.

Además, habría que estudiar si el riesgo de dicha cartera es el que verdaderamente desean sus propietarios. Hay personas que tienen una elevada aversión al riesgo, y el hecho de que emitamos una opción que comporta una posibilidad de pérdida de un 5 por 100 de su cartera contra un beneficio posible del 25 por 100 en tres meses le puede parecer una apuesta desmedida e inaceptable para él.

Si estamos trabajando una cartera de renta fija, lógicamente la habremos concentrado en emisores públicos o en empresas públicas de gran solidez, por lo que no existiría riesgo de impago del principal, sino exclusivamente un *riesgo de tipo de interés*.

Si estuviéramos trabajando una cartera de renta variable, el riesgo de tipo de interés tiene una im-

portancia mucho menor, puesto que lo importante es la evolución de las cotizaciones bursátiles y el distinto valor que pueden tener las acciones en cada momento de tiempo.

Los principales riesgos que ha de soportar una cartera son los siguientes:

- **Riesgo de tipo de interés.** Vamos a partir de la base de que se posee una cartera de renta fija con una adecuada proporción entre la parte de los activos que está colocada a tipo fijo y la parte que está colocada con un tipo de interés indiciado.

En una primera aproximación, si tenemos garantizado un tipo fijo, o con una indicación adecuada, parece que no existe riesgo de tipo de interés para los propietarios de la cartera, puesto que los cupones o devengos de interés se irán acumulando, al tipo pactado, al principal invertido, y cuando se enajene la cartera, se percibirá el rendimiento acumulado.

Sin embargo, nada más lejos de la realidad, puesto que el hecho de que aseguremos un tipo de interés fijo durante diez años, o durante seis meses, cuando esté la renta fija indicida no significa que se esté gestionando adecuadamente la cartera. La gestión óptima es aquella que proporciona a los propietarios de la cartera el mejor tipo de interés existente en cada momento de tiempo.

Evidentemente, si tenemos obligaciones a un tipo fijo del 12 por 100 a diez años, y estamos ante una espiral alcista de tipos de interés, el propietario de la cartera pierde la oportunidad de poder invertir al 15 ó al 16 por 100, dado que está obligado a percibir sólo el 12 por 100. Si en los últimos años ha habido en España una curva invertida de tipos de interés, está claro que las inversiones a largo plazo han sido lesivas para los intereses de los propietarios de carteras.

- **Riesgo de insolvencia.** Posibilidad de que una parte de los activos que componen nuestra cartera no sean pagados a su vencimiento, en el caso de renta fija, o se produzca una suspensión de pagos o una quiebra que haga perder total o parcialmente el valor de los títulos, en el caso de renta variable.

- **Riesgo de tipo de cambio.** Propio de patrimonios diversificados en distintas monedas, en función de las distintas cotizaciones que pueden tomar.

- **Riesgo de minusvalías por descenso en las cotizaciones bursátiles.** Propio de carteras de renta variable, en función de la coyuntura de las empresas y del país en general.

Para cubrir estos riesgos, existen distintas medidas de cobertura, las cuales estudiaremos concen-

trándonos en el riesgo de tipo de interés, habida cuenta de que la mayor parte de la inversión de patrimonios se concentra en carteras de renta fija.

LAS OPCIONES SOBRE BONOS DEL ESTADO COMO INSTRUMENTO PARA EVITAR EL RIESGO DE TIPO DE INTERES

La cuestión que nos planteamos es cómo podemos eliminar, o al menos suavizar, el riesgo de tipo de interés en el que incurrimos por invertir a tipo fijo, es decir, cuál debe ser la estrategia adecuada: comprar *calls*, vender *calls*, comprar *puts* o vender *puts*.

Evidentemente, las estrategias posibles son muchas y será preciso acotarlas según el usuario potencial. En este caso, contamos con una información de partida importante: *el usuario posee el activo*, el cual está perfectamente definido en cuanto a las características de plazo y tipo de interés; además, *el usuario no quiere desprenderse del activo* (recordemos que una cosa es que haya, en estos momentos, un contexto de tipos altos, y otra cosa distinta es que en diez años vayan a seguir los tipos altos; pudiera ocurrir que dentro de tres meses bajen los tipos, y los activos a largo plazo que podamos conseguir estén un punto por debajo de los que tenemos ahora).

Para desarrollar las posibles estrategias, lo más adecuado es *trabajar en términos de coste de oportunidad*; es decir, considerando que, como gestores de una cartera, tenemos un activo y un pasivo. El activo estará constituido por los pagarés, bonos y obligaciones, así como el disponible que nos ha sido confiado o hemos adquirido por cuenta del propietario de la cartera. El pasivo estará constituido por la rentabilidad que se podría conseguir en el mercado interbancario o en el mercado de *repos* a corto plazo en el caso de que no se hubiera tomado la decisión de invertir.

Obviamente, para cada activo, en cada momento de tiempo, existiría un tipo de interés comparable con el rendimiento de la inversión en función del plazo de vencimiento de dicho activo. Sin embargo, la manera lógica de plantear la comparación de tipos de interés es estudiar primero el pasivo, es decir, el tipo de interés que se podría conseguir en el mercado en un plazo determinado de tiempo futuro. En el gráfico 1 podemos observar un ejemplo de un activo al 12 por 100 fijo, cuya financiación nos está costando (por no poder invertir en ese producto) un 13 por 100, precio actual de un teórico *repo* de letras a tres meses, ocasionándonos

GRAFICO 1



Pérdida teórica de rentabilidad sobre 1.000 MM. pts.
 $(1000 \times 0.01) / 4 = 2.5 \text{ MM. pts.}$

una pérdida de 2,5 millones de pesetas en dicho período por cada 1.000 millones de pesetas invertidas en ese activo.

En este momento no podemos hacer nada, puesto que *esta situación deberíamos haberla previsto hace varios meses*. Pero lo que nos preocupa es lo que va a pasar dentro de tres meses y por un período similar, puesto que los tipos de interés pueden ir al alza, y si ésta es nuestra previsión para el siguiente trimestre, no podemos esperar a que dentro de tres meses se pongan de manifiesto nuestras previsiones de alza de tipos de interés.

Por ello, *si creemos que va a haber una subida de tipos de interés*, esta expectativa se corresponderá con una expectativa bajista de cotizaciones de activos a tipo fijo, por lo que la estrategia lógica de inmunización de nuestra cartera de bonos sería la de *comprar una opción de venta a un tipo fijo*, vencimiento dentro de tres meses.

Lo que nos interesaría es saber a qué precio deberíamos contratar como mínimo esta opción de venta para no perder con la previsible subida de tipos de interés. En el gráfico 2 se establece un ejemplo relativo a una estimación de subida de tipos de interés al 15 por 100 para dentro de tres meses.

En el planteamiento se han excluido los pagos de comisiones, cobro de cupones, retenciones sobre dichos cupones, etc., a fin de concentrarnos en el concepto de la opción de venta. Podemos observar que pagando un 0,50 por 100 de prima conseguimos inmunizarnos contra el riesgo de tipo de interés, supuesto que nuestras expectativas sean las correctas.

Además, si conseguimos una prima inferior, por ejemplo, del 0,40 por 100, todavía podríamos obtener un millón de beneficio.

Otra estrategia posible sería la *emisión de una opción de compra a un tipo fijo*, vencimiento dentro de tres meses. En el gráfico 3 se analiza cuál sería la situación en la que estaríamos.

Sin embargo, en este último caso estaríamos en una situación de incertidumbre, en el sentido de que no sabemos si nos ejercerán o no, puesto que al emitir la opción otorgamos a quien nos la ha comprado el derecho de compra, pero no está obligado a ello. Supuesto que se cumplan nuestras expectativas, al estar el mercado de contado en el mes tercero al 96 por 100, no ejercerá su opción al 96,5 por 100. Es importante observar cómo *hemos cambiado la referencia de la opción, del 97,5 al 96,5 por 100, a fin de conseguir incrementar el ingreso de la prima*. Lógicamente, su cotización es superior cuando el precio del ejercicio se aleja más del 98 por 100, precio de compra actual spot.

En ninguno de los casos hemos tenido en cuenta los gastos financieros de pago o ingreso de la prima.

A primera vista, parece que ambas situaciones de inmunización de nuestra cartera son idénticas, y nada más lejos de la realidad, puesto que *en el primer caso tenemos un derecho y en el segundo una obligación*.

En los gráficos 2 y 3 podemos observar cómo nos encontramos en dos situaciones completamente opuestas:

- *La compra de una opción de venta nos produce una pérdida limitada y un beneficio ilimitado.*
- *La emisión de una opción de compra nos produce un beneficio limitado y una pérdida ilimitada.*

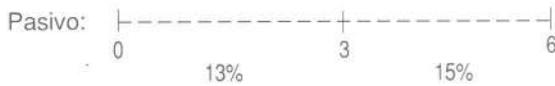
En ambos casos, *nuestro umbral de rentabilidad se encuentra en el 97 por 100*. En este momento, en el primer caso, recuperamos el importe de la prima satisfecha, y en el segundo, perdemos el importe que ingresamos en origen.

A partir del 97 por 100, en el primer caso, *el umbral de rentabilidad de compensación del coste de oportunidad previsto se encuentra en el 96 por 100*, mientras que en el segundo caso se halla en el 96,5 por 100. Este hecho parece que hace tender la balanza hacia la estrategia de emisión de *calls*. Sin embargo, si nuestras expectativas no fueran ciertas y la cotización se mantiene, o incluso sube, en el primer caso, perderíamos sólo un 0,50 por 100, mientras que en el segundo perderíamos todo lo que subiera la cotización de los bonos en el mercado.

GRAFICO 2

DATOS DE PARTIDA

- Principal: 1.000 MM.
- Tipo activo: 12 por 100.
- Tipo pasivo 3 meses: 13 por 100.
- Tipo pasivo 3-6 meses: 15 por 100.
- Coste Prima Opción Venta: 0,50 por 100 < > 5 MM. (Put 97,50 por 100).
- Cotización Actual: 98 por 100 (ex-cupón).
- Cotización prevista Mes 3: 96 por 100 (ex-cupón).



RIESGO DE TIPO DE INTERES POR PERMANECER ESTÁTICO

*) INGRESOS ----- 60 MM.

- Rentabilidad del activo:

$$\frac{1000 \times 0,12}{2} = 60 \text{ MM.}$$

*) COSTES ----- 70 MM.

- Coste de oportunidad del primer trimestre 32,5 MM.

$$\frac{1000 \times 0,13}{4} = 32,5 \text{ MM.}$$

- Coste de oportunidad del segundo trimestre 37,5 MM.

$$\frac{1000 \times 0,15}{4} = 37,5 \text{ MM.}$$

Pérdida de Rentabilidad teórica -10 MM.

SITUACION COMPARATIVA COMPRANDO UNA OPCION DE VENTA

*) INGRESOS ----- 75 MM.

- Rentabilidad del Activo. 60 MM.
- Ejecución Opción Venta. 15 MM.
- v/1000 x 97,5 por 100.. 975 MM.
- c/1000 x 96,0 por 100.. 980 MM.

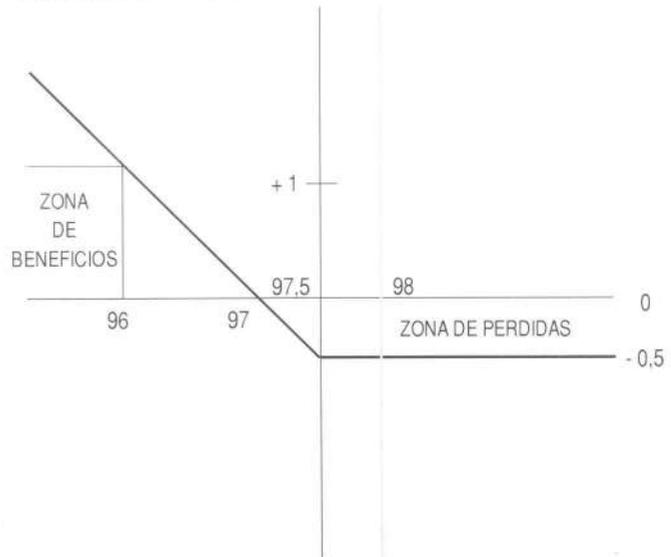
15 MM.

*) COSTES ----- 75 MM.

- Financiación 1^{er} trimestre . . . 32,5 MM.
- Financiación 2^o trimestre 37,5 MM.
- Coste de la prima de opción . 5 MM.

Beneficio o Pérdida 0

GRAFICA DE LA COMPRA DE UNA OPCION DE VENTA



LOS FUTUROS FINANCIEROS COMO INSTRUMENTO PARA EVITAR EL RIESGO DE UN TIPO DE INTERES

Análogamente al caso de las opciones, la compra-venta de contratos de futuros en bonos del Estado constituye una estrategia eficaz para limitar el riesgo de tipo de interés.

Como en el caso anterior, disponemos de un activo y estimamos una subida de tipos de interés, siendo los parámetros definitorios de la situación los mismos que antes.

Tampoco podemos hacer ahora nada con respecto a la diferencia de tipos en el primer trimestre.

Nuestro objetivo es intentar compensar esta situación con una operación de *venta de los contratos de futuros necesarios* que nos permitan ganar en el mercado de futuros lo que la subida del tipo de interés nos haga perder en coste de oportunidad respecto del rendimiento fijo de nuestro activo.

En el gráfico 4 se establece un ejemplo relativo a una estimación de subida de tipos de interés al 15 por 100 para dentro de tres meses, vendiendo contratos de futuros al 97 por 100, con lo que se consigue la inmunización precisa.

En dicho gráfico podemos observar cómo *la venta de contratos de futuros nos produce tanto pérdidas como beneficios ilimitados*. Nuestro umbral

GRAFICO 3

DATOS DE PARTIDA

- Principal: 1.000 MM.
- Tipo activo: 12 por 100.
- Tipo pasivo 3 meses: 13 por 100.
- Tipo pasivo 3-6 meses: 15 por 100.
- Ingreso Prima Opción Compra: 1,00 por 100 <> 10 MM.
(Call 96,50 por 100).
- Cotización Actual: 98 por 100 (ex-cupón).
- Cotización prevista Mes 3: 96 por 100 (ex-cupón).

**SITUACION COMPARATIVA
EMITIENDO UNA OPCION DE COMPRA**

*) INGRESOS -----	70 MM.
• Rentabilidad del Activo	60 MM.
• Ingreso de la prima de la opción . .	10 MM.
*) COSTES -----	70 MM.
• Financiación 1 ^{er} trimestre	32,5 MM.
• Financiación 2 ^o trimestre	37,5 MM.
Beneficio o Pérdida	0

**GRAFICA DE LA EMISION
DE UNA OPCION DE COMPRA**



GRAFICO 4

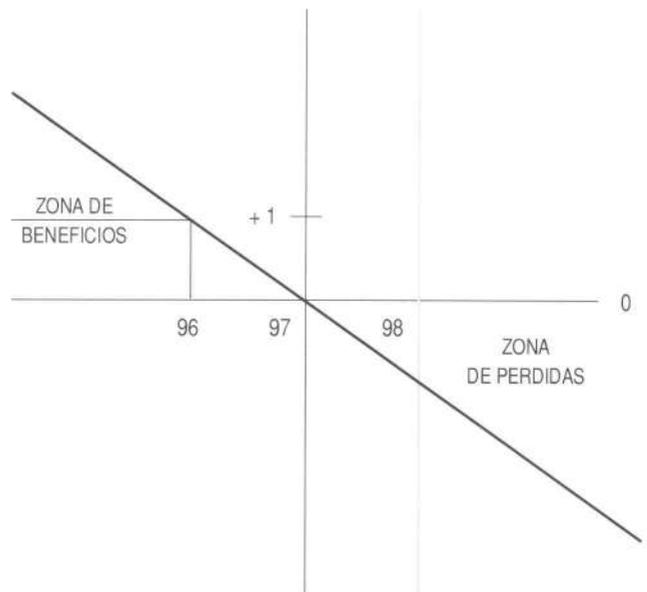
DATOS DE PARTIDA

- Principal: 1.000 MM.
- Tipo activo: 12 por 100.
- Tipo pasivo 3 meses: 13 por 100.
- Tipo pasivo 3-6 meses: 15 por 100.
- Cotización Actual: 98 por 100 (ex-cupón).
- Cotización prevista Mes 3: 96 por 100 (ex-cupón).
- Venta de contrato de futuros a 3 meses al 97 por 100.

**SITUACION COMPARATIVA
VENDIENDO CONTRATOS DE FUTUROS**

*) INGRESOS -----	70 MM.
• Rentabilidad del Activo	60 MM.
• Ejecución Venta a Futuro	10 MM.
v/1000 x 97por 100	970 MM.
c/1000 x 96 por 100	980 MM.
-----	10 MM.
*) COSTES -----	70 MM.
• Financiación 1 ^{er} trimestre	32,5 MM.
• Financiación 2 ^o trimestre	37,5 MM.
Beneficio o Pérdida	0

**GRAFICA DE LA VENTA
DE CONTRATOS DE FUTUROS**



de rentabilidad se encuentra al 97 por 100, punto en el cual ni ganamos ni perdemos con el contrato de futuros. Sin embargo, hasta el nivel del 96 por 100 no conseguimos neutralizar las pérdidas acumuladas en origen, por no haber previsto el nivel de subida de tipos de interés en una fase anterior al mes cero. Es decir, esta deuda que nosotros tenemos valorada en cartera al 98 por 100, en mercado está cotizando entre 97 y 98 en el mes cero, siendo su cotización a futuro de tres meses del 97 por 100. Como nosotros creemos que bajará más aún, hasta el 96 por 100, es por lo que hemos vendido los citados contratos de futuro.

LA COBERTURA DE OTROS RIESGOS

Para cubrir el riesgo de cambio, se utiliza bien el seguro de cambio, bien las opciones en divisas,

que se corresponden, respectivamente, con los futuros y opciones financieras.

Para cubrir el riesgo de descenso de cotizaciones bursátiles en carteras de renta variable, se utilizan los contratos de futuros y opciones sobre el índice IBEX-35 para carteras diversificadas, y los contratos de opciones sobre valores concretos para carteras concentradas en los denominados *blue-chips*.

En lo que respecta al riesgo de insolvencia, es preciso desarrollar una agencia de *rating* efectiva, que evalúe estática y dinámicamente a los distintos emisores y emisiones, de cara a segmentar el mercado y lograr que cuando un gestor invierta el patrimonio de sus clientes tenga la garantía de que va a recuperar su inversión, o bien que, si no la recupera, sepa en origen el riesgo al que se exponía cuando tomó la posición.

SENSIBILIDAD DEL ACTIVO Y PASIVO A LAS VARIACIONES DE TIPO DE INTERES. CONTROL Y GESTION

Arturo de LA LAMA

INTRODUCCION

En esta nota voy a desarrollar un sistema de control y gestión del riesgo de interés para una institución bancaria. Expongo seguidamente el guión que para ello voy a utilizar.

Enunciaré primero los dos enfoques existentes en la concepción del riesgo de interés de las instituciones bancarias y su relación con los sistemas de medición (*gap*, simulación, duración) alternativamente empleados. Razonaré, luego, cuáles son las principales variables conectadas con el negocio que, en mi opinión, ayudan a seleccionar el sistema de medición a utilizar. A continuación, y basándome en la configuración de esas variables en nuestro grupo, explicaré la opción elegida por el BBV, comentando los diferentes sistemas de medición y de límites operativos utilizados tanto a escala corporativa como departamental. En cuarto lugar, y para que dispongan de elementos de referencia comparativos, me referiré muy brevemente a las opciones de control por las que parecen haber optado algunas entidades supervisoras y algunos grandes bancos del mundo. Finalmente, emitiré unas opiniones, obviamente personales, respecto a la importancia que se debe dar a la medición y gestión del riesgo de interés en las instituciones bancarias.

I. EL RIESGO DE INTERES. EL ENFOQUE CONTABLE Y EL ENFOQUE DEL VALOR DE MERCADO

Cuando una institución quiere medir el riesgo de interés está tratando de evaluar la cuantía en que se verán afectados sus estados patrimoniales por una eventual variación futura de los tipos de interés al proyectarse sobre activos y pasivos de diferente plazo de vencimiento o renovación de tipos de interés. Para realizar ese cálculo puede seguir dos líneas diferentes de aproximación.

Un primer enfoque, denominado enfoque contable, es identificar esa variación patrimonial con los apuntes que registrará la cuenta de pérdidas y ganancias a causa del efecto combinado de esa variación de tipos y ese *mismatching* de plazos. Con este enfoque se divisan claramente dos componentes de la cascada de resultados en los que se cristaliza el riesgo de interés.

El primer componente es aquella variación del margen financiero que es consecuencia del diferente volumen de activos y pasivos que van a recoger en el período considerado la variación de tipos de interés. Es el llamado riesgo de interés de renta (*income risk*).

El segundo componente es el saneamiento a realizar como consecuencia de la diferencia entre el valor contable histórico y el valor de mercado a los nuevos tipos de interés en aquellos activos de renta fija que las normas contables obligan a evaluar a precios de mercado. Alternativamente, se podría decir que es la minusvalía que realizaría si vendiera los activos a los nuevos precios de mercado. Es el llamado riesgo de interés de inversión (*investment risk*).

El componente riesgo de renta —esto es, la variación del margen financiero— se aproxima en la práctica a través del sistema de medición *gap*. Se calcula primero, a partir de un balance inicial, la diferencia en volumen entre activos y pasivos que revisarán sus tipos de interés en diferentes intervalos temporales (un mes, dos meses, etc.) desde la fecha de balance. Se emite a continuación la hipótesis de variación de tipos que se crea oportuno. El producto del volumen de la posición abierta, o *gap*, por la variación supuesta de tipos y por el período o tiempo en que la posición permanece abierta —esto es, el que medió entre el intervalo a que va referido el *gap* y el momento al que queramos referir la medición del impacto (normalmente el cierre de ejercicio a 31 de diciembre)— nos da el componente renta del riesgo de interés, esto es, la variación de margen financiero.

Por lo que se refiere al componente riesgo de inversión, el cálculo de los saneamientos (o, si se prefiere, las minusvalías) de la renta fija se puede hacer de varias maneras. Obviamente, por diferencia entre el valor contable del activo y el valor que tendría en mercado a los nuevos supuestos tipos de interés, calculado este valor por los paquetes informáticos normalmente utilizados. También aproximando esa diferencia de valor a través del producto de la duración del activo por la variación de tipos de interés que se supone. O incluso utilizando el sistema *gap* bajo la hipótesis de que el activo se está financiando con pasivos a un día, que recogen instantáneamente la variación de tipos de interés, mientras que el activo conservará lógicamente su rendimiento hasta el vencimiento. En este último caso, el producto del *gap*, o posición abierta (cuantía del activo), por la variación de tipos supuesta y por el tiempo en que permanece la posición abierta (vida residual del activo), nos da una variación de margen financiero en términos corrientes que, una vez actualizada, se iguala a los resultados obtenidos por los otros procedimientos.

Así pues, el enfoque contable mide el riesgo de interés por la cuantía en que éste se traduce en resultados. Diferencia dos componentes: el componente renta o impacto en margen financiero, al que mide por el sistema *gap*, y el componente inversión o impacto en saneamiento o minusvalía, al que mide por el sistema duración, aunque puede hacerlo también por el sistema *gap*.

Pasemos ahora a la segunda línea de aproximación al cálculo del riesgo de interés de una institución bancaria, al enfoque denominado valor de mercado. Este prescinde totalmente de lo que se refleja en los estados contables; evalúa, en cambio, la variación en el valor neto patrimonial, esto es, la variación experimentada en el valor actual neto del conjunto de los activos y pasivos cuando el valor actual de cada uno de ellos se calcula de acuerdo al nuevo tipo de interés. Dicho de otro modo, este enfoque realiza un *mark to market* de todo el balance al nuevo tipo de interés y halla las diferencias con el balance inicial. La diferencia total neta es el cambio en el valor patrimonial de la institución por la variación de tipos de interés.

El sistema natural de medición que corresponde a este enfoque del riesgo de interés es la duración. Al igual que la variación del valor de un título de renta fija puede aproximarse a través del producto de la duración de ese título por la variación supuesta del tipo de interés, la variación del patrimonio neto de una institución puede ser aproximada a través del producto de la duración del patrimonio neto por la variación supuesta en los tipos de interés del mercado, siendo la duración del patrimonio

una función en la que intervienen como variables las duraciones del activo y del pasivo, los tipos medios del activo y del pasivo y las variaciones que se producen como hipótesis en esos tipos medios. Luego veremos que la metodología de la duración puede simplificarse adicionalmente.

Pero si bien es verdad que la duración es el sistema natural para medir el riesgo de interés bajo el enfoque del valor de mercado, conviene observar que, como ya ha quedado apuntado, se obtienen resultados equivalentes a través de una medición *gap*. Para ello basta traducir a valores actuales el impacto en términos corrientes que en los márgenes financieros futuros originarían el producto de las posiciones abiertas (*gaps*) por el plazo que permanecen abiertas (desde el momento al que van referidos los *gaps* hasta el vencimiento del último activo o pasivo) y por la variación supuesta de tipos. Esto es así de la misma forma que la variación en el valor de un activo provocada por la variación de tipos de interés no es más que el valor actual de la diferencia en los *cash flow* calculados a los viejos y a los nuevos tipos.

Conviene recordar, finalmente, que el sistema *gap* no considera la heterogénea sensibilidad que realmente tienen los diferentes capítulos de activo y pasivo para recoger las variaciones de los tipos de interés de mercado, ni tampoco la influencia en esa sensibilidad del tipo de cliente o de la cuantía de la operación, o la diferente capacidad de los clientes para renegociar las condiciones o el momento de depreciación. Desconoce, igualmente, el carácter gradual (no de una vez), volátil (no siempre en la misma dirección) y, desde luego, no paralelo a lo largo de la curva con la que se presentan las variaciones de tipos. La consideración de estas y otras circunstancias y su tratamiento da lugar a la aparición de los modelos de simulación, que, por tanto, flexibilizan la excesiva rigidez del *gap*. Debemos, igualmente, tener presente que esas mismas rigideces del sistema *gap* afectan también al sistema de la duración.

Parece que hemos llegado a un punto de cierta confusión. Porque los sistemas de medición no se pueden adscribir nítidamente a ningún enfoque. El enfoque contable del riesgo de interés, el que mide el riesgo a través de su impacto en resultados, utiliza el *gap* para hallar los cambios en el margen financiero y la duración para calcular las minusvalías de la cartera de renta fija. Pero esta última no necesariamente, puesto que para ello puede utilizar también el *gap*. A su vez, el enfoque del valor de mercado, que mide el riesgo de interés a través de los cambios en el valor de mercado de la institución, utiliza la duración de forma preferente, pero se puede aproximar ese mismo resultado a través de la metodología *gap*.

Siendo esto así, ¿de qué depende la elección de uno u otro enfoque del riesgo y de uno u otro sistema de medición?

II. VARIABLES RELEVANTES EN LA SELECCION

Expuestos los dos enfoques del riesgo —enfoque contable y enfoque del valor de mercado—, voy a examinar unas cuantas variables relevantes en la opción entre uno y otro enfoque y en la selección del sistema de medición. En mi opinión, esas variables son: el objetivo perseguido con la medición, el tipo de negocio realizado y el nivel de agregación a que se desea desarrollar la gestión del riesgo (1).

1. Objetivo de la medición

En una primera aproximación, es perfectamente lógico que los supervisores tiendan a optar por el enfoque del valor económico, asociado naturalmente a la duración, mientras que las instituciones privadas lo hagan por el enfoque contable, asociado básicamente hacia el *gap*, aunque puedan utilizar la duración para el componente riesgo de inversión.

Ya se ha dicho que el enfoque del valor económico trata de evaluar variaciones en el patrimonio neto, o sea, variaciones en la diferencia entre el valor de activos y pasivos. Esto, claro está, remite, en último término, a consideraciones de solvencia, a consideraciones de suficiencia o no de los recursos propios. Recordemos también que la principal función de la supervisión es velar por la solvencia de las instituciones, y que los requisitos de capital se han convertido en el mecanismo central para asegurar la solvencia.

El enfoque del valor económico conecta, por tanto, claramente con la preocupación de los supervisores. Lo hace además de una forma sintética, al ser posible expresar en un único guarismo la sensibilidad del patrimonio neto ante variaciones de tipos de interés. Finalmente, no es difícil imaginar desarrollos futuros en los que del estudio comparativo dentro de la industria bancaria de la cuantía de esos parámetros de sensibilidad pudieran derivarse recargos en los coeficientes de fondos propios.

Por contra, los gestores de las instituciones privadas optan en la mayoría de los casos por el enfoque contable. Sin duda que ello se debe, en gran medida, a la relevancia del beneficio público como variable indicadora de la gestión, beneficio cuya alteración en los ejercicios más inmediatos,

por causas atribuibles al riesgo de interés, es más fácilmente perceptible a través del enfoque contable que a través del enfoque del valor económico. Al fin y al cabo, cada año se realiza un beneficio del que, también anualmente, hay que dar cuenta. En cambio, el valor de mercado sólo se realiza una vez: cuando se vende o se liquida la empresa. Para entonces, el tipo de interés de mercado tendrá seguramente poco que ver con el tipo actual.

Sin embargo, el que los gestores privados se inclinen hacia el enfoque contable no implica automáticamente una opción por el *gap* como sistema de medición. Esa opción depende además del tipo de actividad realizada.

2. Tipo de negocio realizado

No hay duda de que los gestores de *investment banking*, sociedades de Bolsa, fondos de inversión mobiliaria y, parcialmente, unidades de tesorería están casi obligados a utilizar esquemas de duración. La razón es simple: el criterio contable utilizado por ellas de forma predominante es el *mark to market*. Esto implica, primeramente, que las variaciones de tipos de interés se reflejan instantáneamente en alteraciones del valor de mercado de gran parte de los activos y pasivos de su balance. Existe, además, un mercado secundario donde, efectivamente, se negocian a tales precios. Finalmente, la normativa contable les obliga a contabilizar a valor de mercado o a realizar saneamientos si el precio de mercado se sitúa por debajo del valor contable. En estas condiciones, la ventaja adicional de sintetizar en un solo parámetro la sensibilidad de la cartera hace de la duración el sistema a utilizar de cara al control y la gestión del riesgo.

Nada de esto se da en los productos típicos de banca comercial o de banca de empresas. La normativa contable ni obliga ni permite saneamiento alguno por la diferencia entre el valor contable y el de mercado. Este último, en puridad, tampoco existe: no hay un mercado secundario de imposiciones, de libretas de ahorro o de préstamos al consumo. Finalmente, sería discutible afirmar que el valor de mercado de nuestras cuentas de ahorro se redujo durante la crisis monetaria reciente tanto como bajó el valor de mercado de la deuda pública, aunque no nos hubiera disgustado que el Banco de España hubiera admitido esa equivalencia y su eventual compensación.

En cambio, la inmensa mayoría de los productos de esas áreas siguen un criterio contable de periodificación de intereses, criterio que actúa sobre la cuenta de pérdidas y ganancias de forma similar a como opera el sistema *gap*: como producto del importe de la operación, el tipo de interés y el plazo

de tiempo transcurrido, y criterio, por cierto, también coincidente con el utilizado por una parte de los productos manejados por una tesorería.

3. Nivel de agregación en la gestión

La precisión en la gestión del riesgo —esto es, la capacidad de afectar selectivamente las posiciones de riesgo cerrándolas, reduciéndolas o simplemente desplazándolas en el tiempo— puede verse afectada por la opción realizada en el sistema de medición.

Cuando empleamos la medición *gap*, el examen de las posiciones nos permite visualizar en qué plazos y bandas temporales mantenemos posiciones abiertas. Es posible entonces actuar selectivamente aumentando, disminuyendo o anulando el volumen de las posiciones de algunas de las bandas temporales, según el nivel de riesgo deseado y según los niveles de tipos de interés previstos en el tiempo.

Por contra, cuando empleamos la duración, el parámetro obtenido para el patrimonio neto o para toda la cartera de instrumentos negociables nos proporciona la sensibilidad del valor de ese patrimonio neto o del valor de esa cartera a una variación de tipos de interés. Pero no nos ubica temporalmente dónde tenemos las posibilidades abiertas. De ahí que las acciones que emprendamos en la gestión del riesgo pueden muy bien reducir o anular el riesgo en términos de valor de mercado, pero no tienen por qué anular o reducir ese riesgo de interés en términos de margen financiero del ejercicio o ejercicios inmediatos.

Surgirá, por tanto, un problema cuando se mida y gestione el riesgo de interés a través de la metodología de la duración en actividades que siguen el criterio contable de periodificación. No habrá, en cambio, problema cuando la duración se utilice en actividades y negocios cuyo criterio contable sea el *mark to market*, por la razón obvia de que en estos casos sólo se contabiliza aquello —diferencias de valor— que efectivamente es susceptible de gestionarse (2).

III. EL SISTEMA DE MEDICION Y CONTROL DEL RIESGO DE INTERES EN EL BBV

El sistema utilizado en el BBV está, en gran medida, determinado por las variables examinadas anteriormente: objetivo de la medición, naturaleza del negocio realizado y nivel de agregación en la gestión.

El objeto básico del control del riesgo de interés en el BBV es limitar, en términos de resultados contables, el riesgo de interés implícito en su operatoria. Por ello, los sistemas de medición y los límites operativos básicamente utilizados son los propios del enfoque contable; no obstante, trimestralmente se hace una aproximación al valor de mercado de la institución y de su grupo utilizando una metodología basada en la duración, tal y como luego se explica.

Respecto a la naturaleza del negocio, su carácter predominante de *retail* determina que el sistema *gap* juegue un papel fundamental, aunque no exclusivo, haciéndose conveniente, a este respecto, distinguir entre el ámbito corporativo y el departamental.

A escala corporativa, mensualmente para el BBV y trimestralmente para el grupo financiero («se consolidan» también a estos efectos las empresas de seguro), se realiza una medición *gap*. Esto es, se clasifican los activos y pasivos según su fecha de revisión de tipo de interés en distintas bandas temporales, hallándose luego la diferencia entre activos y pasivos de la misma banda temporal. Estas bandas tienen considerable grado de detalle hasta el plazo de un año, y son, en cambio, considerablemente amplias por encima de ese plazo.

El *gap* se obtiene separadamente para las operaciones «dentro de balance» y para las operaciones «fuera de balance». Resumo a continuación la forma de introducción de las operaciones fuera de balance en el análisis *gap* (3).

Todo FRA, *interest rate swap* o futuro se incluyen en el mapa de *gap* a través de una pareja de posiciones, una larga (o activa) y otra corta (o pasiva). En el FRA vendido, *interest rate swap* recibido o futuro comprado, la posición activa, por el importe del nominal del contrato, se aloja en la banda temporal correspondiente al vencimiento de la operación (caso del *swap*) o al vencimiento del activo subyacente (futuro y FRA). La posición corta, por el importe también del nominal, se aloja en la banda temporal correspondiente al período de revisión del interés flotante (*swap*) o a la fecha de ejercicio del contrato (futuro y FRA). Lógicamente, en el caso de FRA comprado, *interest rate swap* pagado o futuro vendido, el tratamiento será el inverso.

Por lo que respecta a las opciones, la compra de una opción *call* da origen a una posición activa, cuyo importe se iguala al producto del delta de la opción por el principal del instrumento subyacente, y se aloja en la banda temporal correspondiente al vencimiento del activo subyacente. La posición pasiva se introduce, sólo si la opción es europea (esto

es, si tiene fecha precisa de ejercicio), por el mismo importe que la posición activa y en la banda temporal correspondiente a esa fecha de ejercicio. El tratamiento de la venta de una opción *call* sería similar: daría origen a una posición, ahora pasiva, igual al importe del delta por el principal del contrato, que se alojaría en el plazo correspondiente al vencimiento del activo subyacente. Es fácil deducir el tratamiento de las opciones *put*.

El análisis *gap* debe realizarse para cada una de las monedas significativas en las que están denominados los activos y pasivos, dado que no procede la compensación de posiciones entre monedas cuyos respectivos tipos de interés no tienen por qué evolucionar en la misma dirección. En el BBV se obtienen *gaps* para peseta, dólar, yen, franco suizo, conjunto del resto de las monedas europeas y resto de monedas; por tanto, seis monedas en total. La razón de agrupar las monedas europeas (salvo el franco suizo) es que se asumió (habría que reconsiderar si con demasiado optimismo, a la vista de lo recientemente ocurrido) que sus tipos de interés variarían básicamente en la misma dirección.

La práctica del BBV es clasificar en distintas bandas temporales, según el período de reprecación, sólo los activos y pasivos sensibles. Estos son los que, además de incorporar un tipo de interés, recogen, en alguna medida, las variaciones que se producen en los tipos de interés del mercado. Se excluye, por tanto, de la clasificación en bandas temporales a los activos y pasivos no referenciados en tipos de interés (renta variable, inmovilizado, capital y reservas, etc.) y también a los referenciados, pero de tipo de interés no sensible (cuentas corrientes ordinarias, cuentas de ahorro, cuentas mutuas, etc.). Ninguno de esos grupos debe confundirse con aquellos activos o pasivos cuyo tipo de interés variará cuando venza el instrumento correspondiente (certificados del Banco de España, cédulas de inversión, deuda Rumasa, etc.), que, evidentemente, son sensibles y deberán alojarse en la banda temporal correspondiente al momento de su vencimiento.

Es verdad que todos estos criterios tienen un grado de convención inevitable y que puede haber soluciones alternativas. Por ejemplo, sería razonable clasificar una parte de las cuentas corrientes ordinarias y de las cuentas de ahorro como sensible y, por tanto, distribuirla a lo largo de las bandas temporales. La creciente competencia entre las instituciones y la mayor educación financiera de los clientes hace probable que una parte de lo que hoy está en cuentas ordinarias se desplace durante el período analizado hacia otras modalidades sensibles a los tipos.

Clasificados los activos y pasivos sensibles de cada moneda en las diversas bandas temporales, y obtenida para cada banda temporal la diferencia entre activos y pasivos, se obtienen los *gaps*. Estos *gaps* —bien en volumen absoluto, bien en términos relativos del balance total— sirven como un primer indicador del riesgo, esto es, del volumen de las posiciones abiertas. De hecho, algunas instituciones limitan el riesgo de interés a través de los *gap* para cada uno de los plazos.

En BBV, y a escala corporativa, no se sigue esta práctica. Se hace, en cambio, el cálculo de la variación de margen financiero que se derivaría de esos *gaps* en el caso de que los tipos de interés variaran al alza o a la baja un punto y esa variación fuera recogida por la cuantía del *gap*, en el momento correspondiente a su banda temporal y por el plazo que resta hasta el momento en que se quiere medir el impacto (bien 31 de diciembre, bien doce meses a contar desde la fecha a que va referido el balance).

Este cálculo no intenta ser, *stricto sensu*, una valoración del impacto real que sufrirá el margen financiero, sino sólo un mero indicador del margen financiero en riesgo a causa de las posiciones abiertas, indicador que se completa a través de dos cálculos adicionales.

El primero es la aproximación de las minusvalías que se derivan de los activos que siguen el criterio *mark to market* en el caso de que los tipos se incrementaran en un punto. Para realizarlo, se aísla a los *gaps* correspondientes a los instrumentos sujetos a la regla *mark to market* y sus cesiones temporales, completándose la financiación necesaria con pasivos a un día. El sumatorio de los productos de los *gaps* resultantes, por la variación supuesta de un punto, por el plazo al que van referidos los *gaps*, nos da una variación de margen cuyo valor actual aproxima la minusvalía de esos instrumentos.

El segundo cálculo adicional, realizado sólo excepcionalmente, consiste en flexibilizar a través de un paquete de simulación los resultados excesivamente rígidos del *gap*. No tiene mucho sentido detenerse aquí en el funcionamiento y ventajas de estos modelos. En BBV se utiliza fundamentalmente para: a) introducir hipótesis de crecimiento de balances en el tiempo; b) graduar en el tiempo la variación supuesta de los tipos de interés del mercado; c) filtrar esa variación de forma diferenciada entre los distintos productos de activo y pasivo, y d) examinar los cambios que se producen en el perfil de los *gaps* ante modificaciones en la política de plazos de contratación. Las lagunas de que se adolece en la carga automática del paquete hace,

sin embargo, costoso aprovechar todas las virtualidades de los paquetes de simulación.

La suma del efecto en margen para el conjunto del balance y del efecto en saneamiento para los instrumentos *mark to market* es un indicador del impacto total que en la cuenta de resultados del BBV y del grupo puede derivarse de las posiciones de riesgo de interés. Este impacto total, y sobre todo su cociente respecto al margen ordinario, es objeto de seguimiento por el COAP, que no tiene fijados límites al respecto, si bien impactos superiores al 5 por 100 del margen ordinario son, además de excepcionales, estrechamente vigilados.

Respecto al cálculo periódico de las variaciones en el valor del patrimonio neto del BBV y su grupo, provocadas por variaciones en los tipos de interés, la metodología empleada es prácticamente idéntica a la que la Reserva Federal pretende utilizar para la supervisión del riesgo de interés en los bancos americanos y bastante similar también a algunos de los esquemas supervisores manejados como posibles por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, tal y como luego examinaremos.

Los activos y pasivos referenciados en tipos de interés son clasificados en las distintas bandas temporales, tal y como si se fuese a calcular el *gap*. Cada una de esas posiciones activas o pasivas es, a partir de ese momento, considerada como una posición larga o corta, respectivamente, en unos «activos negociables» sujetos al criterio *mark to market* que tienen una vida residual igual al valor central de la banda temporal al que se refiere el *gap* y un cupón igual al rendimiento medio del activo (posición activa) o del coste medio del pasivo (posición corta).

A partir de aquí sólo queda aplicar la metodología de la duración. Se calculan primero las duraciones de esas posiciones cortas o largas en esos «activos negociables» (el número de parámetros a calcular es notablemente reducido). Se multiplica luego cada una de esas posiciones en activos negociables por su respectiva duración. Cada producto se multiplica a su vez por un 1 por 100 en que se supone varían los tipos de interés. El sumatorio algebraico de los resultados (las posiciones largas con signo más; las cortas, con menos) es una aproximación a la variación en el valor del patrimonio neto del BBV que provocaría la variación en un punto de los tipos de interés.

Estos impactos en valor no son objeto de especial seguimiento, salvo variaciones espectaculares, hasta ahora no observadas. Sin embargo, su utilidad es doble. De un lado, sirven para familiarizarse con una técnica que, en mi opinión, tiene bastantes

posibilidades de convertirse en la favorita de nuestros supervisores. En segundo lugar, pone de manifiesto como ninguna otra técnica el considerable riesgo de interés a largo plazo a que está sometido todo el sistema bancario español. Más tarde nos referiremos a esto.

A escala departamental, las unidades cuyas cuentas de resultados están en gran medida determinados por riesgos de interés (tesorería, mercado de capitales) envían al final de cada mes un mapa de sus posiciones abiertas, o *gaps*, para cada uno de los plazos y en cada familia de instrumentos. Envían también el cierre simulado de las posiciones a los tipos de mercado, a los tipos de mercados incrementados y disminuidos en un punto y a los tipos de mercado más y menos unas volatilidades estimadas para cada uno de los plazos. La simulación del cierre se hace multiplicando la cuantía del *gap* por su plazo medio y por la diferencia entre el tipo medio de la posición y el tipo a que se simula el cierre. No obstante, en los instrumentos que cotizan en mercado se halla la diferencia entre el valor contable y el valor de mercado que tendría el instrumento a los tipos de interés a que se simula el cierre.

Cada unidad tiene establecidos unos límites para las posiciones abiertas en cada uno de los plazos y unos límites máximos de pérdidas en su cierre bajo las hipótesis de tipos antes citadas. Límites que son comparados con la relación de posiciones abiertas y de pérdidas simuladas relativas al fin de mes. Se está en proceso de separar a los instrumentos *marked to market*, creando para ellos un sistema de límites en términos de una cuantía de duración equivalente, esto es, de un volumen total de cartera y de una duración media de esa cartera.

Ello no implicará la desaparición de la necesidad de los *gaps* de esas unidades. En primer lugar, por la existencia en ellas de instrumentos que siguen un criterio contable de periodificación, que no pueden gestionarse a través de la duración. Pero sobre todo por la necesidad de confeccionar a escala corporativa una herramienta —el mapa de posiciones abiertas o *gap*— probablemente destinada a ser objeto de eventuales requerimientos supervisores y, en todo caso, imprescindible para medir y gestionar el riesgo de interés desde el punto de vista corporativo.

Otra mejora en curso es distribuir los *gaps* del negocio *retail* entre las diferentes unidades administrativas a partir de la clave de oficina en la que se contabiliza la operación. Ello permitirá evaluar los riesgos de interés de las áreas y explorar nuevos procedimientos de gestión a través de tipos de transferencia interna (4).

IV. EXAMEN DE LA PRACTICA INTERNACIONAL

La actual normativa bancaria española no contempla obligación específica alguna en relación a la medición y gestión del riesgo de interés. No obstante, la Circular 4/91, en su norma 6, apartado 3.º, establece la obligación, por parte de las entidades, de disponer «de la información necesaria para evaluar los riesgos de interés y de mercado, de cambio, de liquidez, de concentración, de insolvencia y de operaciones en el mismo grupo».

Tampoco la actual legislación sobre recursos propios (Ley 13/1985, de 25 de mayo, modificada por la Ley 13/1992, de 1 de junio) incorpora requisitos derivados de las posiciones de riesgo de interés. A pesar de que la filosofía establecida en el artículo 6 de la citada Ley es que las entidades mantengan «un volumen suficiente de recursos propios en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos», realmente el único riesgo contemplado es el de crédito. Únicamente en la regulación de las sociedades y agencias de valores (Orden de 28 de julio de 1989 y Circular 2/1989, de 26 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores) se establece la obligación de presentar mensualmente su mapa de posiciones *gap*, posiciones que se tienen en cuenta en el cálculo de sus recursos propios mínimos.

Ciertamente, la situación española a este respecto no es una excepción: ningún país de la CE ni, que yo conozca, del mundo se ha decidido a establecer un sistema de medición del riesgo de interés para las instituciones bancarias ni ha sometido las posiciones a coeficiente de recursos propios. Aunque existen diversos proyectos e iniciativas al respecto.

De un lado, está la propuesta de directiva sobre la adecuación de capital de las empresas de inversión, pero que afectará también parcialmente a las entidades de crédito. En esta propuesta de directiva quedan sometidas a coeficientes de recursos propios las carteras de negociación de las entidades de crédito, por las posiciones de riesgo de interés que ellas entrañan, con una metodología inspirada en el análisis de la duración. La misma propuesta de directiva establece el compromiso para las entidades supervisoras de establecer sistemas para la supervisión y control de los riesgos de interés globales, no ya sólo de las carteras de negociación, de las entidades de crédito.

Pero el intento más sistemático, y ambicioso internacionalmente, es el que viene realizando el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, cuyos resultados se han ido dando a conocer a través de

diversos documentos de trabajo (5). Estos documentos exploran con detalle los diversos enfoques del riesgo de interés y los diversos sistemas de medición que he esbozado en la primera parte de esta nota. Sin embargo, el problema del trabajo de Basilea es que, después de seis años de debates, no ha establecido definitivamente ninguna metodología, ni siquiera para la supervisión, aunque opta claramente por el *gap*, tanto por la sencillez del sistema como por su versatilidad para la utilización de cara al enfoque contable y de cara al enfoque del valor de mercado.

En este sentido, el criterio hacia el que se ha inclinado la Reserva Federal de Estados Unidos es muy interesante por varios motivos, y fundamentalmente por su versatilidad (6). De un lado, porque siendo coincidente con el enfoque dado por el Banco de Pagos de Basilea y, por tanto, plenamente adaptable a cualquier acuerdo internacional, constituye una orientación muy específica y muy formalizada —y, sin embargo, como tal orientación, no obligatoria— de lo que la Reserva Federal está pensando acerca del riesgo de interés. Orientación que, sin duda, los bancos americanos tendrán en cuenta a la hora de diseñar sus propios sistemas de control y medición internos.

Pero, sobre todo, porque después de una valoración sobre los pros y contras de los diversos sistemas, valoración por otra parte muy ponderada, para partir del reconocimiento de los distintos objetivos perseguidos por supervisores y por gestores de las instituciones, termina proponiendo un sistema francamente flexible, que permitirá simultáneamente atender al enfoque contable y al enfoque del valor de mercado sin duplicación de trabajo.

El esquema básico es notablemente sencillo y similar al que BBV viene empleando para aproximar las variaciones del valor de mercado a los distintos tipos de interés. Las instituciones obtienen las mismas posiciones activas y pasivas para cada intervalo temporal utilizadas para hallar *gaps*. Estas posiciones son luego ponderadas por unos factores, llamados factores de riesgo, que aproximan las duraciones de cada una de esas posiciones. Cada una de estas posiciones, ya ponderadas por esas duraciones, son a continuación multiplicadas por la variación hipotética de tipos (supongamos un 1 por 100). El sumatorio algebraico de ese producto (los activos con signo más, los pasivos con signo menos) sería la medida del riesgo de interés bajo el enfoque del valor de mercado, esto es, la variación en el valor neto del patrimonio causada por una variación de un punto de los tipos de interés.

Las duraciones o factores de riesgo de cada posición bruta se calculan como la duración del título

de renta fija con un vencimiento residual igual al intervalo temporal al que está referida la posición. Lógicamente, todas las instituciones utilizan los mismos intervalos temporales, ocho en total. El cupón a utilizar para todos los activos es único e igual para todas las instituciones, lo mismo que el que se supone para los pasivos, y se igualan, respectivamente, al rendimiento y coste medio del activo y el pasivo a escala de sector. De esta forma, existe un número muy limitado de factores de riesgo o duraciones, que además serían iguales para todas las instituciones. La Reserva Federal deja entrever incluso que el cálculo de estas duraciones podría ser suministrado por ella misma.

Así es cómo la misma información base utilizada por la institución para sus propios enfoques del riesgo es aprovechada por la Reserva Federal para el enfoque del riesgo bajo el criterio de solvencia.

Para finalizar este apartado, voy a referirme brevemente al esquema básico utilizado por Citicorp (7). Hasta muy recientemente Citicorp ha venido utilizando el modelo *gap* completado y flexibilizado con modelos de simulación. Hace poco ha alterado parcialmente este enfoque al hacer que el modelo de medición sea básicamente determinado para cada área de negocio en función del criterio contable utilizado en ésta.

De esta forma, para las áreas *individual banking* e *institutional banking*, que funcionan básicamente con sistemas de periodificación de resultados, los sistemas de medición están basados en *gap* y los límites a las unidades operativas vienen dados en términos de *gap*. Se hacen mediciones para cada una de las principales monedas y se contempla la utilización de los modelos de simulación cuando circunstancias especiales lo aconsejan.

En el caso del *investment banking*, se distingue entre la parte de negocio que sigue el criterio contable de periodificación y la que sigue un criterio contable *mark to market*. Para la primera utiliza un sistema *gap* encaminado a determinar el coste/beneficio del cierre de las posiciones a los precios de mercado del momento. Los límites operativos se ponen en términos de un límite máximo a ese coste/beneficio. Para la parte de negocio que contabilizan según el *mark to market* se utiliza el sistema de duración, y los límites se establecen en términos de pérdidas máximas.

V. IMPORTANCIA RELATIVA DEL CONTROL DEL RIESGO DE INTERES

Llegados a este punto, muchos lectores se habrán preguntado ya varias veces si los beneficios, en términos de limitación al impacto de los riesgos

derivada de la introducción de estos sistemas de control de riesgos, compensan sus costes de adopción. Voy, en estos párrafos finales, a contestar a esta pregunta clave, y me atreveré a hacer también algunas sugerencias.

Para aquellas instituciones cuyos resultados son básicamente obtenidos del *retail*, el papel real que en su cuenta de resultados ha venido teniendo el riesgo de interés ha sido, hasta ahora, mínimo. Para esas instituciones, otros procesos mucho más profundos han determinado los cambios en el margen ordinario: procesos de redistribución de cuotas de mercado causados, a su vez, por tendencias de liberalización normativa (igualación de capacidad operativa de bancos y cajas), por movimientos competitivos (crecimiento más rápido de los más eficientes) o por procesos de fusiones y de ruptura del *statu quo*; procesos de reducción del margen unitario, obedeciendo también a variadas manifestaciones de la creciente competencia: creación de nuevos productos y mercados (super-cuentas, superfondos, deuda anotada...), surgimiento de una mayor capacidad de exigencia en los clientes, etc. Al lado de estas transformaciones, la variación de resultados ocasionada por la mera asincronía en los plazos de revisión de tipos de interés parece una broma.

No lo es. No lo ha sido de entrada para esas instituciones, que no son pocas, que han venido haciendo un uso considerable de los mercados monetarios y de capitales. Unos, como la banca extranjera, como origen de sus fondos; otros, como las cajas de ahorros y un grupo de entidades significativamente presentes en los mercados de deuda, como destino de aquéllos.

No es broma tampoco para las instituciones que sin hacer especial uso de esos mercados tienen (¿y quién no?) carteras de inversión de renta fija privada o pública que, de acuerdo con la Circular 4/1991, deben ser desde el 1 de enero del presente año trimestralmente revaluadas, aun con la suavización posterior de la Circular 18/1992.

Y va a ser menos broma para todos en un futuro. De un lado, porque, culminadas las profundas transformaciones a las que antes aludíamos, la variación de márgenes por la asincronía de plazos empezará a mostrarse más relevante, como ha ocurrido en los sistemas bancarios más desarrollados. El mero hecho de que los requisitos de recursos propios no tengan en cuenta los riesgos de interés es una razón para que las instituciones tiendan a desplazarse desde los riesgos de crédito hacia los riesgos de interés en el *mix* de negocio. La Reserva Federal americana afirma haber observado ya este fenómeno, especialmente en forma

de fuerte crecimiento de los fuera de balance y derivados.

Pero, sobre todo, porque el sistema bancario español tiene ya concertado un encuentro en el tiempo con un considerable riesgo de interés por el hecho de que sus activos sensibles a los tipos sean muy superiores a los pasivos de esa condición. Ese encuentro se dará cuando, realizado algún progreso en la convergencia de nuestra economía, los tipos de interés nominales reduzcan de forma sensible su nivel promedio.

A partir de ese momento, y al ser mayor la masa de activos sensibles (que verán reducir su rendimiento) que la de pasivos sensibles (que recogerán una reducción de su coste medio), tenderá a originarse una presión adicional para la reducción del margen. Es la cruz de la misma moneda que explica que esos márgenes hayan tendido a aumentar históricamente con las subidas de los tipos de interés, y viene, en último término, causada por el hecho de que los activos insensibles (inmovilizado, renta variable...) sean menores que los pasivos insensibles (fondos propios, cuentas corrientes, de ahorro ordinarias, etcétera).

Finalmente, y en parte por todas las razones anteriores, pero también por la lógica de un proceso internacionalmente coordinado de supervisión, es poco probable que nuestras autoridades nos dejen tomarnos el riesgo de interés a broma, aun cuando todos nos dedicáramos al *retail*. Hoy, en sus visitas periódicas, nos preguntan por nuestros sistemas de control interno de riesgo de interés. Observando las propuestas internacionales, es difícil no pensar que mañana exigirán una información básica y común al respecto.

Por todas estas razones, no creo que debamos desatender el control y la gestión del riesgo de interés. Algunas entidades pueden permitirse toda-

vía plantearse el tema sin urgencias. Todos debemos hacerlo con criterios prácticos y no desmesurados, con esquemas flexibles y versátiles que atiendan a nuestras propias necesidades de gestión tanto como a los eventuales requerimientos de los supervisores. Entiendo también que el Banco de España debe participar en esta tarea difundiendo los criterios que se vaya formando al respecto a través de debates como el que en esta nota he intentado formular.

NOTAS

(1) Algunas de las críticas a las propuestas de medición del BIS no tienen en cuenta la relevancia de estas variables. Como claro ejemplo, véase JEAN DERMIME, «The BIS proposal for the measurement of interest rate risk: some pitfalls», *The Journal of International Securities Markets*, primavera 1991.

(2) La importancia de otras variables en la selección del sistema puede verse en JUAN JOSÉ BARAÑANO, «Los sistemas de medición del riesgo de interés», *Estrategia Financiera*, marzo 1992.

(3) Véase ARTURO DE LA LAMA, «Los riesgos de las operaciones fuera de balance», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 29, 1990.

(4) Véase a este respecto ARTURO DE LA LAMA, «La gestión integral de activos y pasivos», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33, 1991.

(5) Estos documentos de trabajo del BIS son:

- «Survey of banks' exposure to interest rate risk» (BS/89/53), junio 1989.

- «Bank's exposure to interest rate risk: practical measurements methods», BIS (BS/89/3), febrero 1989.

- «Analytical paper on bank's exposure to interest rate risk», BIS (BS/89/3), septiembre 1988.

- «The measurement of banks' exposure to interest rate movements: a supervisory approach», BIS (BS/87/34), marzo 1987.

(6) Véase JAMES V. HANPT y JAMES A. EMBERSIT, «A method for evaluating interest rate risk in U.S. Commercial banks», *Federal Reserve Bulletin*, agosto 1991.

(7) Véase ELISABETTA GUALANDRI, «The approaches to interest rate risk», *Research Papers in Banking and Finance*, Instituto Europeo de Finanzas, octubre 1991.

SENSIBILIDAD DEL BALANCE A LAS VARIACIONES DEL TIPO DE INTERES. CONTROL Y GESTION DEL RIESGO DEL TIPO DE INTERES

Michel CARDONA

INTRODUCCION

El riesgo del tipo de interés constituye un tema muy interesante, si bien se trata de un tema «falsamente» nuevo. Aunque se haya redescubierto hace varios años, en realidad el riesgo del tipo de interés es inherente a las actividades financieras, ya que nace de la esencia misma del trabajo del banquero: la transformación. Ello nos lleva, sin duda, a las condiciones de vencimiento y, por tanto, a la liquidez, pero también a las condiciones del tipo. Incluso hoy, dentro de un contexto económico y financiero muy complicado, las estrategias bancarias se pueden resumir en la capacidad de generar o no los dos riesgos mayores, que son el de contrapartida y el de tipo.

A este respecto, desearía precisar que el riesgo de tipo interesa aquí en su globalidad y que nos referiremos principalmente al riesgo de tipo sobre el conjunto del balance y fuera del balance.

Para decirlo con mayor precisión, hay cuatro cuestiones clave en el tema que abordamos: sensibilidad, medida, control y gestión.

Ante todo, sensibilidad. De forma general, la sensibilidad evoca un modo de reacción ante una intervención exterior. Para el tema que nos ocupa, se trata de captar en qué forma puede reaccionar un balance ante la evolución del tipo de interés. Esta reacción reviste realidades muy distintas según que privilegie el enfoque contable, de acuerdo con las normas de evaluación de los activos y pasivos, o el económico para determinar el valor intrínseco de un establecimiento bancario fuera de toda convención contable.

Estos dos enfoques, contable y económico, están también plenamente presentes en los problemas que presenta la medida del riesgo del tipo de interés.

El control del riesgo del tipo, por su parte, constituye un problema nuevo para las autoridades de

supervisión bancaria, teniendo en cuenta su especificidad.

Finalmente, lo que respecta a la gestión se refiere sobre todo a un problema interno de los establecimientos, y nuestra aportación al mismo, como representantes de una autoridad tutelar, no podría ser más que marginal.

I. LA NOCION DE LA SENSIBILIDAD DEL BALANCE A LAS VARIACIONES DEL TIPO DE INTERES CUBRE MUY DISTINTOS CONCEPTOS

Se trata de distinguir la sensibilidad real, que depende de las diferencias entre el rendimiento de un activo y el coste de la financiación relacionada con el mismo, y la sensibilidad aparente, cuya materialización depende de factores externos, como las normas contables o la liquidez del balance. Finalmente, existe una sensibilidad potencial ligada al aspecto dinámico del estudio del riesgo de tipo.

1. La sensibilidad real del balance a las variaciones de tipo

Se trata del primer componente del riesgo de tipo, frecuentemente denominado riesgo de ingresos.

Es el riesgo de pérdidas evaluadas sobre el flujo de intereses netos. Este riesgo aparece cuando los movimientos de los tipos acreedores y deudores no están perfectamente sincronizados. Se puede analizar como un riesgo de estancamiento comparable al que existe en materia de liquidez. Este riesgo se manifiesta en situación de incertidumbre, es decir, cuando existe un desfase entre las fechas respectivas de renovación de las condiciones deudoras y acreedoras.

Este riesgo variará según que intervengan diversos elementos: ante todo, la importancia de los

estancamientos en relación con el balance y, seguidamente, la duración de dichos estancamientos (la incertidumbre será tanto más prolongada cuanto mayor sea el riesgo de variación de los tipos). Este riesgo de ingresos afecta al margen de interés del banco que constituye su remuneración en su calidad de intermediario financiero. El efecto del riesgo de ingresos se prolonga a lo largo de varios años.

Se suele denominar a este tipo de sensibilidad la «sensibilidad real» del balance, en la medida en que cualesquiera que sean las normas contables en vigor, y cualquiera que sea el carácter, cesible o no, de determinados elementos del balance, toda separación entre el rendimiento de un activo y el coste de un pasivo tiene incidencia sobre los resultados del establecimiento.

Por contra, existe otro componente de riesgo de tipo cuya materialización depende de un número determinado de factores externos.

2. La sensibilidad potencial del balance a las variaciones de tipo

Frecuentemente se denomina también a esta sensibilidad «riesgo de colocación» y se puede analizar como la consecuencia de un «beneficio cesante». Existe beneficio cesante para un establecimiento en el caso de que un activo le reporte determinado tipo, mientras que activos similares le reportarían un tipo superior de acuerdo con las condiciones actuales del mercado. Por tanto, suponiendo que los mercados sean eficientes, el precio del primer activo, cuyo valor facial es inferior al del mercado, disminuirá. Por tanto, el riesgo de colocación está ligado a la variación de los cursos de los elementos del balance o de fuera del balance.

Sin embargo, este riesgo no se traduce realmente en las cuentas más que en situaciones bien definidas:

— las normas contables imponen una valoración de los elementos del balance y de fuera del balance al precio del mercado (*marked to market*) o al coste de adquisición y al valor de mercado más bajos; la disminución del valor de este elemento se traduce entonces por un valor menor;

— o bien el establecimiento se ve obligado a ceder este elemento, con lo que registra una pérdida inmediata.

Al margen de estos dos casos, la sensibilidad del balance a las variaciones sólo es potencial: ha habido una disminución del valor económico de este establecimiento, pero no se traduce en las cuentas. Por ejemplo, un crédito a los clientes con-

cedido al 10 por 100 no da lugar a la constatación de una pérdida si el tipo de interés sobrepasa el 12 por 100; sólo se trata aquí de un coste de oportunidad. Sin embargo, en caso de graduación de este activo, el banco se verá obligado a registrar la depreciación comprobada.

Finalmente, existe otro tipo de sensibilidad del balance: se trata de una sensibilidad cuyo carácter potencial está relacionado con la evolución futura del balance.

3. La sensibilidad del balance al riesgo del tipo de interés desde la perspectiva de una visión dinámica

A las autoridades de control bancario les preocupan las respuestas que frecuentemente se obtienen de los bancos cuando se aborda la cuestión del riesgo del tipo de interés.

En efecto, como es bien sabido, los países del G10 examinan actualmente, en el marco del Comité de Basilea, las modalidades de consideración del riesgo de tipo sobre el conjunto de los balances bancarios. Por tanto, debemos pedir a los bancos los datos o, de forma más general, sus contribuciones para que podamos proseguir con nuestro análisis.

Una de las respuestas que se reciben con frecuencia consiste en decir que una visión estadística del balance a partir de una «fotografía» tomada en un momento determinado del mismo resulta engañosa. Por contra, una visión dinámica del riesgo de tipo —supuestamente la única visión interesante desde el punto de vista del control y la gestión de dicho riesgo— sería imposible. Se trata, sin duda, de un argumento en favor de una autonomía total en relación con la gestión interna. Sin embargo, podemos sustentar la idea de que toda gestión del riesgo de tipo debe integrar aspectos estratégicos en una perspectiva dinámica. Esto quiere decir, concretamente, que el balance no está congelado; por tanto, la sensibilidad de un establecimiento a las variaciones del tipo está igualmente en función, por una parte, de la caída futura de los activos y pasivos —que generarán la búsqueda de reempleos o financiaciones para los que la elección en materia de fijación del tipo modificará la sensibilidad del balance— y, por otra, del desarrollo de la actividad y, con ello, del crecimiento del balance. Es importantísimo no olvidar esta dimensión al tratar el riesgo de tipo.

Conviene presentar algunas reflexiones sobre esta noción de la sensibilidad. Se trata de distinciones necesarias para entender bien las modalidades de medida del riesgo de tipo.

II. LOS DISTINTOS METODOS PARA MEDIR EL RIESGO DE TIPO: EL ECONOMICO CONTRA EL FINANCIERO

Antes de pasar a la noción de control propiamente dicha es conveniente definir los métodos para medir el riesgo.

1. Distintos instrumentos de medida disponibles

Como se trata de un riesgo en el que uno de los principales componentes, el riesgo de ingreso, se analiza en términos de estancamiento, parece que una etapa indispensable es el empleo de un registro de efectos por orden de vencimientos. La diferencia con respecto a un registro similar de liquidez radica en el hecho de que los activos y pasivos se sitúan en el cuadro en función de su fecha de renovación del tipo o bien de su fecha de vencimiento si los elementos son a tipo fijo. En efecto, en este último supuesto, el riesgo de tipo aparecerá en el momento de reutilización del crédito o de renovación de la deuda.

Este registro permite determinar los estancamientos que contribuyan a generar una exposición para el establecimiento. Sin embargo, la clasificación de determinados elementos del balance en este registro es particularmente problemática.

No es ahora el momento apropiado para desarrollar este tema y, por otra parte, tendremos ocasión de volver sobre ello más adelante. Es cierto, a este respecto, que los análisis que no sean puramente financieros deben estar integrados, como, por ejemplo, la sociología de los comportamientos.

Otra familia de instrumentos de medida es la constituida por los indicadores de sensibilidad. La sensibilidad a las variaciones del tipo del activo neto de un establecimiento se obtiene generalizando al conjunto del balance un enfoque en plazo de duración. Este concepto representa la duración de la vida media ponderada de un instrumento a tipo fijo. Dicho de modo más preciso: la duración es igual a la media de la duración de los flujos futuros del instrumento, ponderados por su valor actualizado. La duración permite obtener fácilmente la sensibilidad (1) que relaciona directamente la variación del precio de un instrumento a la evolución de los tipos de interés de acuerdo con la siguiente ecuación:

$$\text{Variación del precio de un instrumento} = (\text{sensibilidad de dicho instrumento}) \times \text{variación del tipo}$$

Por añadidura, este concepto posee cierto número de propiedades matemáticas interesantes, entre las que destaca el hecho de que la duración

de un conjunto, un activo o un pasivo, por ejemplo, es igual a la media de las duraciones de los elementos que forman dicho conjunto. El análisis en términos de duración se puede ampliar, por tanto, al conjunto del balance con la noción de *gap* de duración.

¿Cuáles pueden ser los indicadores utilizables en el marco de la medida del riesgo del tipo de interés?

Se pueden distinguir dos tipos de métodos de medición: el primero privilegia el valor económico de un establecimiento, mientras que el segundo busca medir la sensibilidad de la cuenta de resultados del establecimiento a las variaciones de tipo.

Sin embargo, en el caso de que se den determinadas condiciones, estos dos enfoques pueden hacerse similares.

2. La medida del valor económico de un establecimiento

Este método consiste en medir la sensibilidad del valor de mercado, o valor económico, del establecimiento bancario a las variaciones del tipo de interés.

Concretamente, significa que para calcular la sensibilidad a las evoluciones del tipo se deben tener en cuenta todas las operaciones de balance y fuera de balance. Para ello, la noción de duración que les he presentado hace unos momentos resulta de particular utilidad, ya que permite calcular la variación potencial del valor de cada uno de los instrumentos del balance. Este cálculo se puede hacer operación por operación utilizando la duración exacta de cada elemento del activo, del pasivo o fuera de balance. Si se prevé una gestión semejante, aunque sea muy voluminosa, para una cartera de títulos, por ejemplo, se excluye por contra del conjunto del balance. En este caso se utilizará un método de «duración aproximada».

En el marco de la «duración aproximada», las operaciones del balance y fuera de balance se integran en un registro de vencimientos. Para cada columna se calcula una duración media teórica (2). Los importes que figuran en las columnas son ponderados por coeficientes determinados de acuerdo con la sensibilidad media de los instrumentos (calculada a partir de la duración media) y de la volatilidad de los tipos correspondientes. Estos coeficientes, por tanto, permiten pasar de un curso contable a un importe de riesgo potencial.

Por añadidura, no puede ser ignorado el riesgo de descenso o el riesgo de deformación del tipo a todo lo largo de la curva de tipos. Igualmente, las compensaciones entre las posiciones ponderadas

—dentro de una misma columna o entre dos columnas del registro de vencimientos—, que son necesarias para obtener un indicador único de valor del establecimiento, deben tener en cuenta las anticipaciones realizadas en materia de riesgo de descenso.

Así, estas compensaciones no podrán ser totales más que si se estima el riesgo de descenso nulo.

Este dispositivo constituye una adaptación al conjunto del balance de las normas aplicables a la cartera de operación, como las que figuran en el proyecto de directriz sobre la adecuación de los fondos propios.

A pesar de que esta presentación pueda parecer un tanto árida, las modalidades de ponderación y de agregación de las posiciones ponderadas no constituyen los principales problemas. Las mayores dificultades, para las que habrá ocasión de hacer referencia, radican en la integración en el registro de elementos sin vencimiento contractual (inmovilizaciones, fondos propios, cuentas de regularización) o de aquellos cuyo vencimiento contractual difiere del vencimiento real (depósitos a la vista, en particular).

Para clasificar estos elementos es necesario establecer hipótesis, estando la sensibilidad de los distintos activos o pasivos en función del momento en que se apliquen las condiciones de renovación de los tipos. Si se trata de un análisis individual a escala de un establecimiento, se tratará de hipótesis internas; por contra, las cosas se hacen más difíciles si se elige esta noción de valor económico como indicador prudencial. En efecto, en tal caso las hipótesis deben homogeneizarse para aplicarlas a todos los establecimientos; perderán, por ello, una parte de su significación.

3. La medida de la sensibilidad de la cuenta de resultados

En el marco de estos métodos, también denominados con frecuencia «beneficios corrientes», interesa el impacto de una variación de los tipos sobre los resultados contables del ejercicio en curso o de los venideros. Por tanto, el riesgo de tipos se define como la suma del riesgo de colocación y del riesgo de ingresos.

Si se trata del riesgo de colocación, concierne casi en exclusiva —por lo menos en Francia— a la cartera de títulos de operaciones. Para calcular la sensibilidad del valor del mercado de dicha cartera a una variación de tipo se utilizará el método de duración o de duración aproximada. No volveré sobre esto.

Por lo que respecta al riesgo de ingresos, el instrumento que se emplea es el registro de vencimientos. El primer paso es el de clasificar los distintos elementos de activos, pasivos y fuera de balance de las distintas columnas del registro de vencimiento de tipos; se trata, en general, de un registro en términos de existencias en el que se inscribe en cada período el importe de los activos y los pasivos cuyos tipos no han sido renovados a lo largo del período. En este método no es necesario el paso por coeficientes de ponderación.

Teniendo la estructura de los tipos del establecimiento se pueden determinar las zonas de riesgos y, sobre todo, calcular la incidencia de un alza o una baja de los tipos de interés sobre la capacidad de beneficio de un establecimiento de crédito. Se pueden distinguir, igualmente, los establecimientos situados al alza de los tipos e inversión. En efecto, un saldo positivo o negativo indica que una parte del pasivo o del activo, según el caso, debe ser renegociada en el momento del vencimiento. Este saldo habrá estado afectado por un tipo hasta la fecha de su renegociación; si se modifica el tipo, el nivel de margen que se había obtenido con anterioridad será modificado. Basta con multiplicar el saldo de cada período (o *gap*) por la variación de tipo que se contemple para obtener el riesgo.

Es un método bastante sencillo de usar, pero la interpretación de sus resultados es delicada. De hecho, el riesgo no viene dado por una cifra, sino que está representado por una sucesión de ganancias y pérdidas en períodos sucesivos.

Dicho esto, no conviene oponer tan claramente los dos métodos de medida del riesgo de tipo. De hecho, estos métodos se acercan a medida que se desarrolla la contabilización *marked to market*, donde, en consecuencia, toda modificación del valor económico de un establecimiento tiene una incidencia inmediata sobre la cuenta de resultados.

III. LAS DIFICULTADES INHERENTES AL CONTROL DEL RIESGO DE TIPO

Las distintas familias de métodos de medidas del riesgo de tipo no se han desarrollado por sí mismas. Encontraron su maduración en la puesta en práctica de los dispositivos de control. Este es un campo que interesa de forma muy particular a las autoridades de control bancario, pero igualmente a los órganos de dirección de los establecimientos de crédito.

1. Los límites del «enfoque cuantitativo»

Entendemos por enfoque cuantitativo el paso tradicional de las autoridades de control consisten-

te en establecer normas de gestión cifradas que los establecimientos deben respetar. Estas normas pueden ser de dos tipos: de límites, expresados con mayor frecuencia en función de los fondos propios, o bien de los *ratios*, que consignan en general una dimensión representativa de los riesgos a los fondos propios del establecimiento. Estas normas de gestión se adecúan particularmente a determinados riesgos: riesgo de crédito con *ratios* de solvencia y reglas de división de riesgos o riesgo de liquidez.

Por contra, se ha comprobado que este paso es más difícil de aplicar a los riesgos de mercado, en particular al riesgo del tipo de interés. Esta dificultad es el resultado de dos factores, por lo menos:

— la dificultad de la medida de este riesgo como tal, dificultad agravada por el desarrollo de complejas técnicas de empleo (cobertura, arbitraje, gestión de conjuntos de instrumentos...);

— la volatilidad del riesgo, habida cuenta de las variaciones de tipo y de la brevedad de determinadas operaciones, volatilidad de la que difícilmente da cuenta la declaración periódica de los coeficientes reglamentarios.

A pesar de estas dificultades, los inspectores bancarios se han esforzado por avanzar en el marco de la cooperación internacional. Tanto es así que los países de la Comunidad Económica Europea han llegado a adoptar un plan técnico para el establecimiento de una *ratio* de cobertura de los riesgos del mercado. Tratándose del riesgo del tipo de interés, únicamente la cartera de operaciones de establecimientos de crédito y de casas de títulos será objeto de una obligación de cobertura del riesgo de tipo por fondos propios del orden del 8 por 100. El método de cálculo utilizado en la directriz sobre la adecuación de los fondos propios es el de la duración.

Trabajos similares han sido realizados por el Comité de Basilea para el control bancario. Estos trabajos, que consideran soluciones muy próximas, deberán concluirse en breve.

Estas reglas, en los dos casos, tuvieron la ventaja de completar la *ratio* de solvencia que no tiene en cuenta más que el riesgo de contrapartida y de sensibilizar de antemano a los establecimientos sobre los riesgos en que se incurre en esta categoría de operaciones.

2. La puesta en marcha de los indicadores de alerta

Estas normas sólo se refieren a que la cartera de operaciones constituye, para los bancos, una parte muy pequeña de la actividad susceptible de

generar un riesgo de tipo de interés. Por lo que se refiere al riesgo de tipo global, únicamente el Comité de Basilea hace, en estos momentos, una reflexión en el plano internacional. Se trata, sin embargo, de trabajos que deben permitir la adopción de un indicador único de riesgo de tipo; el objetivo, por tanto, no es el de poner de marcha una nueva *ratio* de fondos propios.

Estos trabajos están en marcha. Ilustran perfectamente las dificultades conceptuales para definir un instrumento de medida. En efecto, para los inspectores se pueden utilizar dos enfoques, como hemos explicado ya: el económico o el de los beneficios corrientes.

Si se trata del enfoque económico, creo que el indicador obtenido aporta una información microeconómica pertinente sobre el valor intrínseco de los establecimientos. Da, además, un indicador de sensibilidad global que sintetiza el conjunto de la estrategia del establecimiento; puede dar, igualmente, una referencia para el precio de venta o de compra de un establecimiento.

Por contra, este indicador interesa un poco menos a la inspección bancaria, ya que el objetivo es el de trabajar en el marco de la continuidad de la explotación. Por tanto, habría de darse prioridad a la búsqueda del establecimiento cuya supervivencia pueda estar amenazada por la evolución de los tipos de interés. Se trata, ante todo, de situar los indicadores de alerta, que son necesariamente aproximativos, más que de controlar muy afinadamente el riesgo de tipo de cada establecimiento.

Por tanto, es preferible privilegiar el enfoque financiero de control del riesgo de tipo que hace hincapié en la sensibilidad de la cuenta de resultados a las variaciones del tipo. De hecho, la supervivencia o no de un establecimiento depende de su capacidad para generar beneficios. Pues bien, esta capacidad depende en gran medida de las normas contables en vigor. Si un balance oculta una minusvalía que la contabilidad bancaria no obliga a exteriorizar, el impacto financiero de esta disminución del valor económico del establecimiento será nulo. De la misma forma, si el precio de un activo se aprecia, pero es imposible exteriorizar esta plusvalía, sea porque la contabilidad no lo permite o porque este activo no es cesible, este aumento del valor económico no se traducirá en la cuenta de resultados. A lo sumo, un establecimiento puede quebrar porque esté enfrentado a una pérdida inmediata aunque el movimiento del tipo que haya provocado esta pérdida pueda traducirse en un crecimiento del valor económico global de dicho establecimiento.

Así pues, el enfoque por los beneficios corrientes es particularmente adecuado a un enfoque pruden-

cial, así como a un entorno bancario en el que la valorización *marked to market* no esté más que poco difundida y en el que, además, la liquidez de los balances o la posibilidad de graduar los activos y proceder al «desfasado» de los pasivos no constituye la regla. En efecto, integrar un crecimiento de valor no tiene sentido más que si es realizable, lo que supone que existe un mercado para los activos bancarios.

Por otra parte, este método se presta muy bien a un análisis a corto plazo, en la medida en que se puede analizar la sensibilidad de la próxima cuenta de resultados a las evoluciones desfavorables del tipo. Se trata de una visión reductora, pero muy semejante. Viene a decir: si los tipos aumentan en el 1 por 100, el establecimiento pierde x millones de francos, lo que representa el x por 100 de los fondos propios o el x por 100 del resultado neto de explotación. Se trata, pues, de un enfoque más financiero que económico, particularmente adaptado al control prudencial o a la dirección general de un establecimiento.

Una cosa es cierta, en definitiva: las hipótesis y las aproximaciones necesarias a la medida del riesgo de tipo nos prohíben utilizar el resultado obtenido como base de una exigencia de fondos propios. El resultado será muy discutible; pero sabemos que una reglamentación prudencial debe tener su propia legitimidad. Por contra, las autoridades de control bancario pueden utilizar estas metodologías como «indicadores de alerta».

3. El papel esencial del control interno

Parece claro que, especialmente en materia de riesgo de tipo de interés, las autoridades de control deben apoyarse de forma amplia en el control interno en los establecimientos. Se trata, por tanto, de un campo de convergencia entre las autoridades tutelares y quienes dirigen los establecimientos. Los indicadores calculados por las autoridades supervisoras deben ser necesariamente simples y aproximativos para cubrir el conjunto de establecimientos y no ser demasiado «ansiosos» en cuanto a las informaciones exigidas a los establecimientos; por contra, los instrumentos de medida empleados por los propios establecimientos pueden ser mucho más precisos; en efecto, pueden:

- utilizar toda la riqueza de la información de gestión;
- estar adaptados a las características de la actividad;
- ser calculados con mucha más frecuencia que las declaraciones periódicas reglamentarias.

En materia de control interno, las autoridades tutelares francesas han puesto en marcha normas «cualitativas» con fuerte vocación pedagógica.

1) Los establecimientos de crédito deben proveerse de un sistema de control, es decir, de un conjunto de procedimientos y dispositivos:

— que permitan medir los riesgos en que se incurra (registro de las operaciones, determinación de los resultados, cálculo de los riesgos generados);

— que comporten la definición, por la dirección general, de los límites de exposición a los distintos riesgos;

— que desemboquen en un control del respeto de los procedimientos y límites definidos por los agentes y centros de actividad.

2) Una estructura (inspección o auditoría) a la que se debe confiar la misión de garantizar el buen funcionamiento del sistema interno de control.

3) El órgano deliberante debe estar implicado efectivamente en el seguimiento de las actividades, los riesgos y los resultados.

Se trata de un nuevo paso que tiene la finalidad de controlar la existencia y la eficacia de los sistemas internos de control de riesgos. Los establecimientos deben determinar un sistema de control interno apropiado a la naturaleza de su actividad. La autoridad de control bancario se asegurará de que los sistemas empleados son efectivamente eficaces.

CONCLUSION: LA GESTION DEL RIESGO DE TIPO

Llegamos al último capítulo de este trabajo, el de «gestión».

Ese término se utilizará para desarrollar las observaciones finales. En efecto, la gestión surge, tradicionalmente, del campo de acción interna de los establecimientos, y las autoridades de control no pueden ejercer en este campo más que una acción alentadora.

A nuestro modo de ver, la medida y el control sólo son previos y en ningún caso definitivos. El análisis del riesgo debe dejar su puesto siempre a la acción de los directivos, que, en este caso preciso, adopta la forma de la gestión del riesgo de tipo. Puede tratarse de una gestión a corto plazo, con una estructura determinada que implique mecanismos de cobertura del riesgo, utilizando, por ejemplo, los instrumentos financieros de tipo igualmente firme u optativo, o puede tratarse de acciones a más largo plazo que se traduzcan en modi-

ficaciones de estrategia. Si en el primer caso se trata de una hipótesis clásica de gestión normalmente delegada a la cámara del mercado, la segunda hipótesis implica la dirección general de un establecimiento. Ello concierne a las elecciones a más largo plazo, que pueden traducirse en una reorientación de las estrategias de la clientela o en la búsqueda de nuevos tipos de financiaciones, e incluso en una acción más drástica relativa, sobre todo, a un nuevo despliegue de la actividad del establecimiento o a la búsqueda de nuevos asociados financieros en el marco de una recapitalización.

En cualquier caso, es evidente que los riesgos deben ser gestionados y que, por añadidura, al directivo se le juzga, sobre todo en los difíciles tiempos que vivimos, por su capacidad para gestionar.

NOTAS

(1) Sensibilidad = $(- \text{duración}) / (1 + i)$.

(2) Duración de un instrumento cuyo vencimiento esté en la mitad de la columna y con un tipo facial correspondiente al vencimiento.

RIESGO DE CAMBIO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

Alfonso CAMAÑO
Pedro RODRIGUEZ TAMAYO

INTRODUCCION

No se alcanza a comprender por qué, en general, el riesgo de cambio despierta menor interés que el riesgo de interés entre muchos ejecutivos de instituciones financieras. Desde luego, no puede ser por la menor importancia relativa de aquél, puesto que no es el caso. Más parece que esta preferencia se deba a la opinión, bastante generalizada, de que el concepto, medida y control del riesgo de cambio da poco de sí, mientras que en el caso del riesgo de interés se requieren métodos cuantitativos más sofisticados.

Trataremos de poner de manifiesto no sólo que la importancia de la gestión del riesgo de cambio es fundamental para las instituciones financieras, cosa de la que todo el mundo está convencido, sino también que la definición, mensurabilidad y control del riesgo de cambio no es, en absoluto, tan simple y que cuando se incorporan conceptos como el *interest commitment* o se desea tener en cuenta las relaciones entre las monedas (SME, etcétera), la medida y el control se complican sustancialmente. Comenzaremos definiendo lo que debe entenderse por riesgo de cambio.

DEFINICION DE RIESGO DE CAMBIO

Riesgo de cambio es la posibilidad de que un movimiento adverso de los tipos de cambio al contado de las distintas divisas en las que una institución financiera tiene denominados sus derechos y obligaciones afecte negativamente al patrimonio neto de dicha institución, medido como diferencia en el valor de mercado de sus derechos y obligaciones expresado en su moneda local.

Naturalmente que el interés de todos es el de cuantificar en términos monetarios, y en términos probabilísticos, dichos impactos para que podamos afirmar que el riesgo de cambio está siendo gestionado, controlado y acotado.

Hay varios aspectos de esta definición que precisan aclaraciones adicionales, a saber:

- Se habla de la posibilidad de incidencia marginal negativa en el patrimonio neto de la institución financiera medido por la diferencia en el valor de mercado de sus derechos y obligaciones. No se habla del patrimonio neto contable, ni del impacto en la cuenta de resultados contable, porque el registro contable de resultados *puede no coincidir de forma sincronizada* con la realidad de los cambios en el valor de mercado de los derechos y obligaciones.

Cuando veamos el concepto de *interest commitment*, tendremos oportunidad de ver algún ejemplo simple en el que se pone de relieve esta falta de sincronía.

- La incidencia hay que medirla en alguna moneda concreta, y lo normal es elegir la moneda local. Hay que ser consciente de que si tenemos 10 dólares USA y 1.000 pesetas, cuando el dólar está a 115 pesetas tenemos un total de 2.150 pesetas o bien 18,69 dólares USA. Si ahora, de repente, el dólar se aprecia hasta 140 pesetas entonces tendremos 2.400 pesetas o, lo que es lo mismo, 17,14 dólares USA. Si la moneda elegida para medir es la peseta, hemos ganado dinero, pero si es el dólar hemos perdido. La moneda que se elija no tiene por qué ser la moneda local; aunque ésta es la solución más comúnmente adoptada, podría ser el dólar. Se ha de ser, eso sí, consistente con la moneda elegida y no cambiar con frecuencia.

- En la definición se habla de derechos y obligaciones de una institución financiera y no de activos y pasivos contables. En general, en los balances de las instituciones financieras no figuran todos sus derechos y obligaciones; como, por ejemplo, las compras o ventas de divisas a plazo o las obligaciones de pago o cobro derivadas de transacciones con valor aplazado en los mercados de deuda pública. Muchos derechos y obligaciones aparecen registrados fuera del balance en las denominadas cuentas de orden hasta que se materializan.

Otros derechos de cobro u obligaciones de pago (como los que representan los intereses de las transacciones financieras que están en el balance) se registran poco a poco con el criterio del devengo, lo que origina unas cuentas de periodificación que no representan, en el fondo, derecho u obligación alguno. En pocas palabras, ni todo lo que se registra en el balance y cuentas de orden son derechos u obligaciones ni todos los derechos u obligaciones están reflejados en balance. Por ello, ceñirse al registro contable para determinar el «patrimonio neto» no es adecuado.

- Más aún, en la contabilidad se registran de igual modo derechos disponibles en momentos distintos, lo que todavía complica más el uso de los datos a efectos de la determinación del patrimonio neto, que no puede ser una mera suma algebraica de cantidades heterogéneas. El momento del vencimiento de un derecho debe ser tenido en cuenta para poder «homogeneizar» el cómputo.

Aceptada la definición con las aclaraciones dadas, tenemos que pasar a expresar en términos analíticos este concepto de patrimonio neto; para lo cual, empezamos definiendo lo que entendemos por patrimonio neto en una divisa.

DEFINICION DE PATRIMONIO NETO EN UNA DIVISA

Supongamos que conocemos toda la sucesión de derechos y obligaciones denominados en la divisa K que tiene una institución financiera, así como su estructura temporal (ver cuadro núm. 1). En la columna de los tipos de interés de dicho cuadro, recogemos el tipo de interés correspondiente al período de que se trate de acuerdo con la estructura temporal de los tipos de interés en dicha moneda. En las columnas de derechos y obligaciones recogemos todos aquellos denominados en la divisa k, incluso aquellos que representen derechos de cobro de intereses.

CUADRO NUM. 1

Día	Tipo de interés	Derechos	Obligaciones
Hoy	i_0	A_0	L_0
1	i_1	A_1	L_1
2	i_2	A_2	L_2
3	i_3	A_3	L_3
...
...
...
...

Finalmente, si sumásemos algebraicamente, obtendríamos lo que se suele llamar posición neta en la divisa.

$$\text{Posición neta en la divisa } k = \sum_j A_j - \sum_j L_j$$

Sin embargo, lo que hemos llamado patrimonio neto en la divisa K (PN_K) viene dado por:

$$PN_K = \sum_j \frac{A_j}{(1+i)^{j/365}} - \sum_j \frac{L_j}{(1+i)^{j/365}}$$

Advertimos que PN_K no es lo que comúnmente se entiende por posición neta en la divisa K por varias razones; la más importante de las cuales es la actualización o descuento a valor presente para homogeneizar.

Ahora, a partir del patrimonio neto en cada divisa podemos definir el patrimonio neto total.

DEFINICION DE PATRIMONIO NETO TOTAL

Supongamos que conocemos PN_0, PN_1, \dots relativos a todas las posibles divisas; que PN_0 es el patrimonio local y r_1, r_2, \dots los tipos de cambio al contado de cada divisa respecto de la local. Entonces entenderemos por patrimonio neto total PN_T :

$$PN_T = PN_0 + \sum_K PN_K \cdot r_K$$

De este modo, tenemos el patrimonio neto total expresado en función de las variables aleatorias que representan los tipos de cambio y de los patrimonios netos en cada divisa (PN_K).

ANALISIS DE SENSIBILIDAD DEL PATRIMONIO NETO TOTAL

Supuestos constantes los patrimonios netos en cada divisa PN_K , el patrimonio neto total es función de los tipos de cambio. Si tiene lugar la variación de los tipos de cambio representada por el vector:

$$(\Delta r_1, \Delta r_2, \dots, \Delta r_K, \dots)$$

entonces el cambio marginal habido en el patrimonio neto total ΔPN_T viene dado por:

$$\Delta PN_T = \sum_K PN_K \cdot \Delta r_K$$

Por tanto, para analizar el impacto en el patrimonio neto de una supuesta variación de tipos, basta con aplicar la sencilla ecuación anterior. Ahora bien, si queremos tener un conocimiento probabilístico de lo que puede pasar, entonces tenemos que conocer los procesos estocásticos seguidos por los tipos de cambio.

Lo normal es aceptar que el tipo de cambio de una moneda sigue un proceso estocástico de difusión sin *drift* y en el que los incrementos *relativos* siguen una distribución normal $N(0, \sigma_K)$. Dicho pro-

ceso viene representado por una ecuación diferencial estocástica:

$$\frac{\Delta r_k}{r_k} = \sigma_k \Delta B_k$$

donde σ_k es la volatilidad o desviación típica de los incrementos relativos y ΔB_k es una variable aleatoria normal $N(0,1)$.

En un proceso de este tipo, también llamado movimiento geométrico browniano, los incrementos absolutos Δr_k no siguen una distribución normal, sino otro tipo conocido como lognormal, como la del gráfico 1.

Los incrementos absolutos del patrimonio neto total vienen dados por:

$$\Delta PN_T = \sum_K PN_K \cdot \Delta r_k$$

Debido a las posibles interrelaciones entre los distintos tipos de cambio, no puede decirse ni que los incrementos absolutos ni relativos del patrimonio neto se distribuyan normalmente, ni tampoco que sigan una distribución lognormal.

No obstante, aunque no sea posible conocer *a priori* la distribución por ΔPN_T , sí que es posible conocer algunos parámetros de dicha distribución. La media es evidentemente nula. El parámetro más interesante es la varianza como medida de dispersión, y por tanto de riesgo, y viene dada por:

$$\text{Var}(\Delta PN_T) = \text{Var}\left(\sum_K PN_K \cdot \Delta r_k\right) =$$

$$= (PN_1, PN_2, \dots, PN_n) \begin{pmatrix} \sigma_1^2 & \rho_{12}\sigma_1\sigma_2 & \rho_{13}\sigma_1\sigma_3 & \dots \\ \rho_{12}\sigma_1\sigma_2 & \sigma_2^2 & \rho_{23}\sigma_2\sigma_3 & \dots \\ \rho_{13}\sigma_1\sigma_3 & \rho_{23}\sigma_2\sigma_3 & \sigma_3^2 & \dots \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ \rho_{1n}\sigma_1\sigma_n & \rho_{2n}\sigma_2\sigma_n & \dots & \sigma_n^2 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} PN_1 \\ PN_2 \\ \dots \\ \dots \\ PN_n \end{pmatrix}$$

La matriz del centro es la matriz de covarianzas de los incrementos *absolutos* (¡ojo!) en los tipos de cambio. Por tanto, los parámetros σ_k no son las volatilidades tradicionales, sino las desviaciones típicas de los incrementos absolutos, y los parámetros ρ_{ij} son los coeficientes de correlación.

Una vez determinada la varianza de ΔPN_T , podemos determinar su desviación típica:

$$\sigma = \sqrt{\text{Var}(\Delta PN_T)}$$

No tenemos garantía de que ΔPN_T se distribuya normalmente, ahora bien, el conocido teorema central del límite nos permite estar seguros de que cuando existan cuatro o cinco monedas independientes, podemos aproximadamente «aceptar» que ΔPN_T se distribuye normalmente. Haciendo este uso ciertamente libre, pero no libertario, del teorema central del límite, podemos calcular las probabilidades de que PN_T se sitúe en cualquier intervalo. Por ejemplo:

$[PN_T - \sigma, PN_T + \sigma]$	0,8413
$[PN_T - 3\sigma, PN_T + 3\sigma]$	0,9986

Lógicamente, si queremos poner límites al riesgo de cambio, lo normal es ponérselos al valor máximo aceptado del parámetro σ , en cuyo cálculo se utiliza la matriz de covarianzas y el vector de patrimonios netos en cada divisa.

Tradicionalmente, las instituciones financieras han impuesto sus límites en las posiciones netas agregadas, que es un concepto inadecuado porque ignora la estructura temporal de los derechos y obligaciones, como veremos en el siguiente apartado.

CONCEPTO DE INTEREST COMMITMENT Y EFECTO CASH FLOW

La mayor diferencia entre los conceptos de posición neta en una divisa y patrimonio neto en una divisa reside en que la posición es la suma algebraica, sin actualización alguna, de los derechos y obligaciones denominados en dicha divisa.

$$P = \sum_I A_i - \sum_I L_i$$

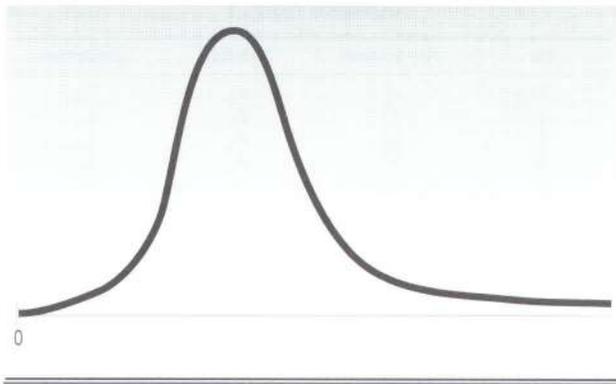
Esa falta de actualización hace que se generen riesgos de cambio escondidos que no son recogidos por el concepto de posición.

Los *dealers* conocen estos efectos y lo denominan efecto *cash-flow*. En realidad, internacionalmente se conoce como *interest commitment* o como *forward-forward interest*. Lo mejor es poner un ejemplo claro para comprender de qué se trata.

Supongamos que se contrata un *swap forward-forward* Ptas/USD con los siguientes componentes:

- a) Fecha valor dentro de seis meses, compra de USD un millón contra pesetas 108.262.000.

GRAFICO 1
LA DISTRIBUCION LOGNORMAL



b) Fecha valor dentro de doce meses, venta de USD un millón contra pesetas 111.733.000.

Supongamos que el cambio *spot* hoy es 1 USD = 104,40 pesetas y que los tipos de interés son los siguientes:

	Seis meses	Doce meses
Peseta	12,375 %	12,375 %
USD	4,500 %	5,000 %

Con estos tipos de interés, se han calculado los tipos de cambio *forward* a tres y seis meses de las transacciones a) y b) anteriores, de modo que se produjera un *break event point*.

Supongamos que minutos más tarde de contratar este *swap* se produce un descenso brusco de la cotización del USD en pesetas al contado, pasando de 104,40 a 99,40. Evidentemente, un cambio de tal magnitud en tan breve lapso de tiempo es irreal, pero sirve para ilustrar el efecto del que estamos hablando. Supongamos también que no se produce alteración alguna en los tipos de interés en ambas divisas.

Los nuevos cambios *forward* del USD en pesetas, tras el cambio en el *spot*, vendrán dados por la expresión:

$$r_t = r \frac{(1+j)^t}{(1+i)^t}$$

donde:

- r = Cambio al contado.
- j_t = Tipo de interés de la peseta al plazo t.
- i_t = Tipo de interés del USD al plazo t.
- t = Plazo
- r_t = Cambio *forward* al plazo t

Aplicando esta sencilla fórmula los nuevos cambios *forward* serían:

$$99,40 \times \frac{1,12375^{1/2}}{1,045^{1/2}} = 103,0773 \text{ Ptas./USD}$$

$$99,40 \times \frac{1,12375}{1,050} = 106,3817 \text{ Ptas./USD}$$

Si se decide cerrar el *swap* contratando otro de signo contrario, habrá que realizar las siguientes transacciones:

c) Valor dentro de seis meses, venta de USD un millón contra pesetas 103.077.300

d) Valor dentro de doce meses, compra de USD un millón contra pesetas 106.381.700.

Suponiendo que la moneda base sea la peseta, de este modo se habrá conseguido anular en su totalidad el *cash flow* en USD, pero no en pesetas. En efecto, los flujos de caja futuros son los que se recogen en el cuadro núm. 2.

CUADRO NUM. 2

USD				Total
Seis meses	+	1.000.000	- 1.000.000	= 0
Doce meses	-	1.000.000	+ 1.000.000	= 0
Pesetas				Total
Seis meses	-	108.262.000	+103.077.300	= -5.184.700
Doce meses	+	111.733.000	-106.381.700	= +5.351.300

Por tanto, la contratación del *swap* contrario no supone cerrar la transacción en todos sus componentes, ya que quedan unos flujos de caja que habrá que utilizar o financiar produciendo unos resultados. Todo ello se debe a la variación del tipo de cambio al contado, y es, por tanto, riesgo de cambio.

En consecuencia, si un *dealer* examina exclusivamente los diferenciales de intereses entre las dos monedas, o bien su reflejo en términos de *pipos*, no podrá ser consciente del efecto secundario de estos cambios del *spot*. El *dealer* pensará que ha cerrado la operación sin pérdida ni beneficio; sin embargo, dentro de seis meses se le producirá un descubierto de 5.184.700 pesetas en su correspondencia, que tendrá que financiar por otros seis meses hasta que cobre el otro flujo de caja.

En definitiva, el resultado real derivado de los dos *swap* es el valor presente de los flujos futuros en pesetas y en USD. Obviamente, en USD este valor presente es nulo, pero en pesetas será:

$$NPV = \frac{-5.184.700}{1,12375^{1/2}} + \frac{5.351.300}{1,12375} = 128.898 \text{ ptas.}$$

Este resultado negativo podría haber tenido signo contrario, y es consecuencia del cambio de cotización en el *spot*, y no de alteraciones en el diferencial de intereses entre las dos monedas.

El efecto *cash flow* es riesgo de cambio y no riesgo de intereses, puesto que la variable que determina la creación de *cash flow* es la cotización *spot*.

Ahora veremos la equivalencia de este efecto con lo que se conoce como *interest commitment*.

Por *interest commitment* (IC) en una moneda se entiende los intereses todavía no contratados, pero que habrá que contratar, para la financiación/uso del flujo de caja proyectado producido por las operaciones ya contratadas.

Obsérvese que dentro de ese flujo de caja (conjunto de derechos y obligaciones) de operaciones contratadas se incluyen los intereses ya contratados como un derecho u obligación más, al igual que, por ejemplo, las compras o ventas de divisa a plazo.

IC existe porque el *cash flow* proyectado de las operaciones contratadas no es plano y, en conse-

cuencia, obliga a ser financiado/utilizado. Una manera de estimar IC es mediante la diferencia entre el valor presente del *cash flow* proyectado de las operaciones ya contratadas y el total nominal de dicho *cash flow*, en el que, insistimos, se incluyen los intereses contratados como un componente más. En otras palabras, IC es la diferencia entre patrimonio neto y posición neta en una divisa.

Vamos a ver que IC representa una posición neta encubierta afecta al riesgo de cambio en idéntica medida que la posición neta contable. Más aún, vamos a ver en un ejemplo, y con una demostración analítica sencilla, que el impacto en la revaluación del cambio *spot* es idéntico al impacto en resultados que se deriva del llamado efecto *cash flow*. En otras palabras, veremos que efecto *cash flow* e IC son, en realidad, la misma cosa con distinto nombre.

EQUIVALENCIA ENTRE EFECTO CASH FLOW E IC

Para poner de manifiesto la identidad entre IC y efecto *cash flow* volvemos al ejemplo que utilizamos al hablar de dicho efecto y que consistía en un *swap* peseta-USD con su correspondiente cobertura.

El *swap* inicial antes de cubrirse daba lugar a los siguientes flujos de caja:

	USD	Pesetas
Seis meses	+ 1.000.000	- 108.262.000
Doce meses	- 1.000.000	+ 111.733.000

A su vez, estos flujos de caja darán lugar a las siguientes estimaciones de valor presente, total de *cash flow* e IC.

	USD	Pesetas
NPV	+ 25.851	- 2.698.447
Total <i>cash flow</i> ..	0	+ 3.471.000
IC	+ 25.851	- 6.169.447

Supongamos, para facilitar los cálculos, que nuestra moneda local es la peseta (las conclusiones siguen siendo válidas si la moneda local es otra distinta de las dos que intervienen en el *swap*). En estas circunstancias, prestemos atención al IC en USD, que es de +25.851; si se produce un cambio en la cotización *spot* del USD, pasando de 104,40 ptas./USD a 99,40 ptas./USD, entonces la revaluación de IC daría:

$$\text{USD } 25.851 \times 5 \text{ ptas./USD} = -129.255 \text{ ptas.}$$

Esta cifra que se obtiene al revaluar IC en USD es, esencialmente, la misma que se calculó al analizar el efecto *cash flow*.

No es una casualidad que se produzca esta coincidencia, como más adelante demostraremos analíticamente. La interpretación que hay que dar es que el denominado efecto *cash flow* no es sino el *interest commitment*. En otras palabras, las operaciones *swap* implican no sólo un riesgo de intereses, sino también un riesgo de cambio que puede medirse por la posición neta equivalente que significa el IC.

Procedemos ahora a dar una demostración totalmente analítica de este hecho, constatado ya en el ejemplo particular anterior.

Imaginemos que los tipos de interés vigentes hoy para las divisas peseta y USD son los siguientes:

Plazo	USD	Peseta
t_1	i_1	j_1
t_2	i_2	j_2

El cambio al contado es r ptas./USD.

En estas circunstancias, los tipos de cambio *forward* que producen un *break-even* vienen dados por las expresiones.

Plazo	Tipo de cambio "forward"
t_1	$r \frac{(1 + j_1)^{t_1}}{(1 + i_1)^{t_1}}$
t_2	$r \frac{(1 + j_2)^{t_2}}{(1 + i_2)^{t_2}}$

Imaginemos un *swap* en el que se compran +X dólares con valor t contra pesetas y se venden -X dólares con valor t contra pesetas. Si los tipos *forward* del mercado responden a los teóricos, entonces el *swap* en cuestión produce los siguientes flujos de caja:

Plazo	USD	Peseta
t_1	+ X	$-Xr \frac{(1 + j_1)^{t_1}}{(1 + i_1)^{t_1}}$
t_2	- X	$+Xr \frac{(1 + j_2)^{t_2}}{(1 + i_2)^{t_2}}$
Total	0	$-Xr \frac{(1 + j_1)^{t_1}}{(1 + i_1)^{t_1}} + Xr \frac{(1 + j_2)^{t_2}}{(1 + i_2)^{t_2}}$

El valor presente de los flujos de caja sería:

USD

$$\frac{X}{(1 + i_1)^{t_1}} - \frac{X}{(1 + i_2)^{t_2}}$$

Pesetas

$$\begin{aligned} -Xr \frac{(1 + j_1)^{t_1}}{(1 + i_1)^{t_1}} \cdot \frac{1}{(1 + j_1)^{t_1}} + Xr \frac{(1 + j_2)^{t_2}}{(1 + i_2)^{t_2}} \cdot \frac{1}{(1 + j_2)^{t_2}} = \\ = \frac{-Xr}{(1 + i_1)^{t_1}} + \frac{Xr}{(1 + i_2)^{t_2}} \end{aligned}$$

El IC en la moneda que no es local, es decir, el USD, es la diferencia entre el valor presente del *cash flow* y el total del *cash flow*. En nuestro caso:

$$\text{IC en USD} = \frac{X}{(1+i_1)^t} - \frac{X}{(1+i_2)^t}$$

Supongamos ahora que el precio contado se mueve Δr pasando a ser $r + \Delta r$ ptas/USD. Después de este cambio, se decide cerrar el *swap* haciendo los flujos de caja de todas las monedas menos la local-nulos. Esto exige contratar un nuevo *swap* que neutralice el anterior a los nuevos tipos de cambio *forward*, que serían:

$$\begin{array}{l} t_1 \quad (r + \Delta r) \frac{(1+j_1)^t}{(1+i_1)^t} \\ t_2 \quad (r + \Delta r) \frac{(1+j_2)^t}{(1+i_2)^t} \end{array}$$

El *cash flow* quedaría como sigue:

USD	t_1	$+X - X = 0$
	t_2	$-X + X = 0$

Pesetas

$$\begin{array}{l} t_1 \quad -Xr \frac{(1+j_1)^t}{(1+i_1)^t} + X(r + \Delta r) \frac{(1+j_1)^t}{(1+i_1)^t} \\ t_2 \quad +Xr \frac{(1+j_2)^t}{(1+i_2)^t} - X(r + \Delta r) \frac{(1+j_2)^t}{(1+i_2)^t} \end{array}$$

Para conocer el impacto del efecto *cash flow* al moverse el *spot* Δr , basta con computar el valor presente de los flujos de caja restantes en pesetas después de cerrar el *swap*.

Es decir:

$$\begin{aligned} & \frac{1}{(1+j_1)^t} \left[-\frac{Xr(1+j_1)^t}{(1+i_1)^t} + \frac{X(r+\Delta r)(1+j_1)^t}{(1+i_1)^t} \right] + \\ & + \frac{1}{(1+j_2)^t} \left[\frac{Xr(1+j_2)^t}{(1+i_2)^t} - \frac{X(r+\Delta r)(1+j_2)^t}{(1+i_2)^t} \right] = \\ & = -\frac{Xr}{(1+i_1)^t} + \frac{Xr}{(1+i_1)^t} + \frac{X\Delta r}{(1+i_1)^t} + \frac{Xr}{(1+i_2)^t} - \frac{Xr}{(1+i_2)^t} - \\ & - \frac{X\Delta r}{(1+i_2)^t} = \left[\frac{X}{(1+i_1)^t} - \frac{X}{(1+i_2)^t} \right] \cdot \Delta r \end{aligned}$$

El término dentro del corchete es IC en USD antes de la cobertura, luego queda demostrado que el efecto *cash flow* no es sino el impacto debido a la revaluación del *interest commitment*.

CONCLUSIONES

La conclusión más importante es que si queremos medir con rigor el riesgo de cambio sin que se nos queden en el tintero riesgos escondidos, como el representado por el *interest commitment*, tenemos que evolucionar desde el concepto de posición neta en cada divisa hacia el concepto de patrimonio neto en cada divisa como valor actualizado de todos los derechos y obligaciones denominados en dicha divisa.

A partir de estos patrimonios netos, el riesgo de cambio debe medirse a través de σ , desviación típica del patrimonio neto total. Esta se computa haciendo uso de la matriz de covarianzas entre los tipos de cambio de las distintas divisas, y sirve para acotar probabilísticamente las pérdidas (y, por simetría, las ganancias) que se pueden derivar del riesgo de cambio.

LA GESTION INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS: EL COMITE DE ACTIVOS Y PASIVOS

Bernardo GARCIA DE BERNARDO

INTRODUCCION

Los sistemas económicos de los diferentes países se han visto obligados a alcanzar una mayor cooperación y coordinación en la instrumentación de sus políticas, especialmente en la de sus mercados monetarios, como consecuencia de la cada vez mayor internacionalización de los mismos y de la gran conexión existente entre ellos, debida al avance tecnológico que la humanidad ha experimentado, de manera especial en el campo de las comunicaciones, facilitando la rápida propagación de las evoluciones que experimentan los diversos mercados financieros internacionales.

Toda esta transformación ha afectado especialmente a los mercados financieros, provocando que éstos viviesen momentos de variabilidad, impulsados especialmente por la volatilidad de los tipos de interés y de cambio de las monedas, y por los procesos de desregulación a que han estado sometidos para adecuarse a la evolución en que estaban inmersos.

Ante este panorama, los agentes económicos se han encontrado en una situación de incertidumbre en la que sus decisiones sobre las inversiones de los recursos de que disponían se han visto muy distorsionadas.

Estas variaciones en las reglas de juego motivaron una reacción por parte de los operadores financieros, creando y desarrollando nuevos productos financieros que les proporcionasen un cierto grado de seguridad en el desempeño de su quehacer profesional y, con ello, la obtención de las coberturas necesarias ante los riesgos de tipos de interés y de cambio a que les conducía la nueva situación de los mercados.

Como consecuencia de esa multiplicación de mercados, monedas, instrumentos, etc., se produce un extraordinario incremento de los riesgos de liquidez, de interés y de cambio si los activos y pasivos no están casados en plazo, importe, tipo

de referencia y moneda. Todo esto se ve acompañado de otros factores, entre los que destacaremos un aumento de la volatilidad de los tipos de interés y de cambio, y una mayor competitividad, que ha acarreado a las instituciones financieras un estrechamiento de los márgenes financieros, en un entorno donde la inestabilidad económica ha estado en continuo aumento y, en consecuencia, los fallidos están alcanzando cotas realmente preocupantes.

Este conjunto de factores ha dado lugar a que las autoridades económicas se preocupen por las consecuencias que la no aplicación de un control adecuado de las nuevas técnicas operativas de las entidades pueda tener en la solvencia de éstas, y tanto la CE a través de sus directivas como, en nuestro caso, el Banco de España (la última normativa en este campo viene recogida en la circular 4/1993) regulan el establecimiento de sistemas de control de riesgos y transmiten a las entidades la necesidad de establecer mecanismos internos idóneos para realizar una adecuada gestión de estos riesgos.

LA GESTION INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS

Las instituciones financieras siempre han hecho, de una forma o de otra, una gestión integral de activos y pasivos, pues es evidente que en su devenir histórico siempre han tratado de controlar la situación global de la institución. Pero los cambios que antes he comentado han introducido mayor complejidad y especialización de la gestión bancaria. Un ejemplo lo tenemos en la cada vez mayor utilización de lo que denominamos instrumentos financieros fuera de balance, así como en la asunción de mayores riesgos en la operativa bancaria para intentar mantener sus niveles de rentabilidad.

Este desarrollo ha puesto de actualidad, en estos últimos años, la aplicación de una gestión integral

de activos y pasivos, que no es ni más ni menos que la planificación y gestión de diversas masas del activo y pasivo del balance, adaptadas a las nuevas técnicas operativas aplicadas por los mercados, a fin de conjugar equilibradamente el objetivo de rentabilidad con los nuevos y cada vez mayores riesgos que asumen las instituciones para conseguirla.

Existen dos concepciones sobre la gestión integral de activos y pasivos, definidas en función del ámbito de actuación que a cada una de ellas se le otorgue.

La concepción que se conoce como reducida comprendería la toma de las decisiones necesarias, tanto sobre los recursos ajenos como sobre la inversión, que proporcionen la máxima rentabilidad en el tiempo, dentro del contexto del mercado en que la entidad actúa, manteniendo el equilibrio necesario con otros objetivos como son la liquidez, los riesgos de tipo de interés y de cambio, el riesgo global asumido, etcétera.

La definida como amplia, además de lo indicado anteriormente, comprendería la adopción de planes estratégicos, cuya representación máxima será el presupuesto anual, con la definición de los criterios que se han de aplicar en su confección y los objetivos que se pretende conseguir.

En resumen, la gestión integral de activos y pasivos se produce como consecuencia de la necesidad de gestionar adecuadamente el aumento de los riesgos asumidos en la actividad bancaria y la constante variabilidad de las posiciones de la entidad, derivada del aumento de la inestabilidad del entorno económico y del campo competitivo debido a los procesos de liberalización de los mercados que han motivado un aumento de la competencia, por la aparición de nuevas formas de intermediación desarrolladas por los nuevos agentes que han aparecido, derivando todo ello en una reducción de los márgenes financieros en las entidades financieras.

La aplicación en una entidad de una u otra modalidad vendrá determinada por varias razones, pero quizás el tamaño sea un factor básico, por lo que parece lógico que en una entidad grande se aplique la concepción definida como reducida como función del Comité de Activos y Pasivos, y otro órgano —como, por ejemplo, el Comité de Dirección— se encargue de la planificación.

Sin embargo, en una entidad mediana o pequeña parece más adecuado que ambas funciones sean desempeñadas por el Comité de Activos y Pasivos, asumiendo, por tanto, las correspondientes al Comité de Dirección.

COMITE DE ACTIVOS Y PASIVOS: DEFINICION Y FUNCIONES

Es el órgano colegiado encargado de controlar y adecuar la estructura del balance de la entidad, desarrollando las estrategias necesarias, así como estableciendo las políticas de actuación más convenientes, de acuerdo con las predicciones de la evolución de los mercados efectuadas por los gestores especializados, tanto para las inversiones como para la captación de los recursos, contemplando tanto rentabilidades o costes como riesgos asumidos, a fin de obtener los resultados adecuados con las estrategias aplicadas, para la modificación estructural de su balance, para asegurar la estabilidad en el tiempo del margen financiero, conjugándolos con otros objetivos corporativos, como son recursos propios adecuados, etcétera.

Las funciones que debe asumir este Comité son:

- Diagnóstico del entorno económico.
- Análisis de la evolución de la inversión y captación de recursos.
- Posición de la tesorería.
- Políticas de activo y pasivo a aplicar, tanto de tipos como de volúmenes.
- Sensibilidad del activo y pasivo a las variaciones de tipo de interés.
- Riesgos de tipos de interés y de cambio.
- Enjuiciamiento de los resultados de la entidad.
- Estudio de la estructura del balance.
- Dependencia de los mercados y determinación del grado de liquidez.
- Planificación financiera.
- Medición de los riesgos de la entidad.
- Seguimiento y control de las medidas adoptadas para conseguir los objetivos establecidos, así como el análisis de los efectos derivados de su aplicación práctica.

De las funciones que he enumerado, se desprende que las decisiones que emanen de este Comité serán de muy diversa índole, lo que exige que los miembros que formen parte de él deban contar con un conocimiento amplio del negocio global de la entidad, debiendo estar representadas las áreas operativas y de planificación, como son, por ejemplo, las de comercial o gestión, financiera y de planificación y control presupuestario. En consecuencia, sus miembros deben ser del máximo nivel ejecutivo y en un número reducido para que sea realmente operativo y eficaz en su funcionamiento, ya que su misión básica es la toma de decisiones.

Igualmente, debe contar con una autonomía total en el desempeño de su labor, lo que implica que su encuadre dentro del organigrama debe ser de

dependencia directamente del Presidente ejecutivo o del Director General.

La ampliación del campo operativo que las entidades han experimentado en los últimos años, tanto en lo que respecta a la participación en nuevos mercados como en lo que se refiere a los nuevos instrumentos financieros que han aparecido, ha puesto de relieve la gran conexión que existe entre las diferentes áreas operativas de las entidades, llegando incluso, en algunas ocasiones, a que sea difícil deslindar si una actividad concreta es propia de una u otra área.

La implantación del Comité de Activos y Pasivos implica, necesariamente, que asuma la función de coordinación de las distintas áreas operativas y que se dé un trato global a los diferentes problemas que se plantean, analizando las acciones más convenientes para hacerlos frente y adoptando aquellas medidas que son más beneficiosas a la entidad como ente, y no a cada área específicamente.

La periodicidad con que se reúne este Comité ha de ser, de forma ordinaria, por lo menos una vez al mes, y extraordinariamente cuantas veces sea necesario, porque las circunstancias del mercado aconsejen una convocatoria urgente. Estas circunstancias no solamente se referirán a cuestiones económicas, sino que también pueden ser de otra índole —como, por ejemplo, cambios en la normativa reguladora, etc.— para adoptar las medidas que se consideren más convenientes en cada momento, a fin de no perder las oportunidades de negocio que se presenten como consecuencia de estos cambios del mercado; en resumen, para defender o fortalecer la cuenta de resultados ante la nueva situación creada en el mercado. A medida que el Comité tenga la capacidad operativa necesaria, la periodicidad de sus reuniones debe distribuirse en ciclos de tiempo más cortos, ya que de mantenerse su frecuencia inicial se corre el riesgo de convertirlas en unas reuniones maratónicas, por la gran cantidad de materias que en cada sesión se tienen que analizar, con la consiguiente pérdida de eficacia.

INFORMACION A ELABORAR PARA EL COMITE

Para el desarrollo de las misiones que he indicado, es necesario que cuente con una unidad de apoyo que proporcione el núcleo de información necesaria y básica para la ayuda a la toma de decisiones.

Sus miembros han de contar con una buena cultura financiera y económica para la preparación de

los correspondientes informes y estudios que sean necesarios para cada reunión, y en cada uno de los temas que he mencionado, y que serán la base en la cual se apoye el Comité para la adopción de las medidas que considere convenientes en cada momento, ya sea para adaptarse a la evolución del mercado, bien para modificar la estructura del balance o para realizar las coberturas de riesgos asumidos, etcétera.

La información correspondiente a cada reunión debe ser remitida con anterioridad a su celebración, a fin de que sea adecuadamente analizada por cada miembro del Comité, ya que las reuniones deben ser para tomar decisiones sobre los temas a tratar en cada sesión, de acuerdo con el orden del día que se haya establecido previamente, y no para discutir sobre la información que se elabora para cada una de estas sesiones.

En la medida en que la información que se suministre al Comité goce de credibilidad, más seguro se sentirá éste en las decisiones que adopte, lo que viene a reforzar la necesidad de que el grupo que las elabore tenga una gran calidad profesional.

Esta información podemos dividirla en dos núcleos: económica y financiera.

La primera comprende dos apartados:

1) El meramente económico, donde se analiza la evolución de la economía interna, sin olvidarnos del entorno internacional en el que nos movemos, porque, como he indicado anteriormente, cada vez presentan mayor interrelación las economías de los diferentes países, y porque no podemos olvidarnos del proceso de construcción de la unión europea en el que estamos inmersos ni de los compromisos que este proceso comporta, muy especialmente en el campo económico y monetario, con el análisis del comportamiento de una serie de indicadores económicos como son:

- inflación, tanto en su evolución general como estructural;
- crecimiento del crédito, comprendiendo la financiación interior y la exterior;
- evolución del déficit y su forma de financiación;
- balanza de pagos y evolución de las reservas del país.

2) El monetario, con el análisis de la evolución de los mercados y del comportamiento de una serie de indicadores como:

- ALP y M3;
- evolución de los tipos de interés, tanto nominales como reales, de los principales países;
- evolución de la cotización de la peseta y su comportamiento en la banda establecida en el SME;

— entrada de capitales extranjeros y finalidad de su inversión; es decir, si es para inversión estable o especulativa.

Esta información, tanto la económica como la monetaria, desde mi punto de vista, es la más fundamental, pues nos ha de servir para determinar, en la medida que sea posible, la evolución que han de experimentar en el futuro los tipos de interés, factor exógeno vital en la actividad bancaria, y del que depende en gran medida el devenir de nuestras entidades.

Una vez definida esta evolución, dará lugar a todos los análisis financieros del balance de la entidad, encaminados a determinar los riesgos en que incurre y, de forma especial, los de interés y tipo de cambio, y finalmente a la cuantificación positiva o negativa de su incidencia en la cuenta de resultados, bien sea de forma inmediata o a corto plazo. En consecuencia, estos análisis nos conducirán a la adopción de una serie de medidas encaminadas a minimizar los efectos negativos o a maximizar los efectos positivos que la volatilidad de los tipos de interés y de cambio puedan tener sobre el margen financiero, de acuerdo con las predicciones que hemos realizado sobre la tendencia de tipos de interés y de cambio en un futuro próximo.

La segunda, es decir, la información financiera, comprende diversos aspectos:

1) De una parte, tenemos el que hace referencia a la política comercial de la entidad, donde se analizarán, entre otras cuestiones:

— evolución de la inversión y captación de recursos ajenos, tanto del análisis del grado de cumplimiento presupuestario —es decir, en qué medida se están cumpliendo los objetivos establecidos en el presupuesto y cuáles son las causas que hacen que estos objetivos presenten desviaciones con su planificación— como comparativamente con la evolución que la competencia está experimentando en estos apartados, y analizar si su evolución tiene sensibles diferencias con la nuestra y las circunstancias que la provocan;

— política de tipos de interés que se aplica a las operaciones de activo y pasivo, tanto a escala global como sectorial y geográfica, para ver si van de acuerdo con la tendencia del mercado.

2) De otra parte, está el estudio financiero interno, en el cual se analizarán:

— la evolución de la cuenta de resultados;
— la estructura del balance;
— nuestra posición de tesorería;
— la dependencia de los mercados y determinación del grado de liquidez;

— riesgos asumidos, comprendiendo los de tipos de interés y de cambio;

— la sensibilidad de nuestro activo y pasivo a las variaciones de tipo de interés.

RIESGO DE LIQUIDEZ

Entendemos por liquidez la posibilidad de realizar cualquier activo en su mercado monetario respectivo a su valor de cotización, establecido en cada momento por la ley de oferta y demanda, o también la posibilidad de poder cerrar una posición que se tenga abierta con la adquisición en el mercado del correspondiente instrumento financiero de cobertura.

Cuando se presenta la imposibilidad de convertir en líquida una inversión anterior, o ésta se puede efectuar asumiendo el vendedor cuantiosas pérdidas, o no se puede cerrar una posición abierta, estamos ante un riesgo de liquidez. Las probabilidades de que esta contingencia se presente vienen determinadas, en parte, por el tipo de mercado en el que actuamos, siendo éstas mayores si operamos en mercados de negociación directa (OTC: *over the counter*) que si participamos en mercados organizados y desarrollados.

Existe en la actualidad un renovado interés, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, por la medición y gestión de la liquidez bancaria. Esto, en gran medida, viene motivado porque en los últimos años se observa una tendencia de continuo descenso de este parámetro en las instituciones financieras; contribuyendo, en mi opinión, a que ésta continúe en el futuro la reducción del coeficiente de caja, el desarrollo y consolidación de los mercados monetarios secundarios, la especialización de áreas de negocios en estos mercados con grandes componentes especulativos, etc., que añadirán elementos que contribuirán a la volatilidad de estos mercados y pueden presentar, en determinados momentos, problemas a las entidades que no han medido y controlado adecuadamente su grado de dependencia de estos mercados.

Por ello, las autoridades económicas vienen recomendando a las instituciones la aplicación de sistemas convenientes de control y medición de sus riesgos de liquidez, así como una puesta al día de los límites de riesgo institucionales que tienen establecidos.

En nuestro país concurren una serie de circunstancias especiales que hacen que este riesgo no provoque mayor preocupación, al tener una considerable importancia lo que se denomina segunda línea de liquidez, por la cartera que las instituciones

tienen de instrumentos financieros aptos para esta misión, constituida, de una parte, por la vía de los coeficientes —como es el caso de los CBE, pagarés del Tesoro, cédulas para inversiones— y, de otra, por la tenencia de activos del Tesoro para atender las demandas de intermediación de los clientes, como es el caso de las letras, bonos y obligaciones del Tesoro. Pero, evidentemente, esas carteras que, en términos generales, tienen las instituciones no presuponen que no debamos tener en consideración este riesgo, máxime si tenemos en cuenta la tendencia que se viene produciendo en los últimos tiempos en el mercado:

— Por un lado, el crecimiento constante de la actitud, por parte de las instituciones, de proveerse de fondos tomados en los mercados monetarios a medida que éstos van adquiriendo amplitud y profundidad, incluyendo en este apartado los fondos procedentes del Banco de España a través de los distintos sistemas que viene aplicando para inyectar liquidez al sistema en su instrumentación de la política monetaria.

— Por otro lado, el acortamiento de los plazos de maduración de los recursos ajenos como consecuencia de la denominada guerra del pasivo y de las nuevas formas de captación de aquéllas, con fórmulas diferentes a las tradicionales, como es el caso de los fondos de inversión, de dinero, etcétera, que originan una nueva concepción del pasivo con evidentes consecuencias en su composición en un futuro próximo, y que afectarán de forma negativa a los fondos necesarios para financiar las operaciones de activo, obligando a las entidades a buscar nuevas formas de financiación y tener cada vez mayor dependencia de los mercados de capitales.

Una consecuencia que se deriva de todo este proceso que he comentado es que la diferencia que se produce entre los periodos de maduración de las inversiones —es decir, las operaciones de activo y los fondos con los cuales se financian éstas, y las operaciones de pasivo— ha aumentado en estos años.

Todo esto pone de relieve la necesidad de que nuestro sistema bancario proceda a una revisión de los sistemas de medición de este riesgo y su actualización periódica, comprendiendo tanto el análisis del riesgo de liquidez como tal como los límites de riesgo que se establezcan para las distintas entidades en el conjunto de los mercados monetarios en los que intervienen, sin olvidarnos de considerar el riesgo asumido con los distintos grupos financieros, que, de acuerdo con la normativa vigente, vienen obligados a presentar balance consolidado por las repercusiones que esto tiene, por un lado, en cuanto al riesgo como tal y, por

otro, por su incidencia en el coeficiente de recursos propios. Es decir, establecer un riesgo total para la entidad independiente de los riesgos individuales que cada unidad operativa establezca. Los últimos acontecimientos acaecidos en nuestro sistema financiero han supuesto para algunas entidades un amargo despertar a esta realidad.

RIESGO DE INTERES

Todas las operaciones de activo y pasivo —centrándome específicamente en la inversión y captación de recursos, por ser el tema objeto de análisis— que las instituciones financieras realizan generan a éstas la obligación de cobrar o pagar una tasa de interés distinta para cada tipo de operación, y la innovación financiera ha añadido una dificultad adicional al provocar que, en determinadas ocasiones, esa tasa de interés sea desconocida *a priori*. La falta de correspondencia entre los intereses a cobrar y a pagar que se originan con dichas operaciones, bien sea por el tiempo de desfase que en ellas se presenta o por las diferencias de los importes cubiertos, da lugar a lo que se denomina riesgo de tipo de interés.

Este riesgo de tipo de interés al que están expuestas las entidades financieras tiene su traducción práctica en la incidencia que tiene en el margen financiero, y por tanto en la cuenta de resultados, una variación futura en los tipos de interés del mercado, tanto sea ésta al alza como a la baja. La volatilidad que han experimentado los tipos de interés en los últimos tiempos, y que hemos asumido como algo consustancial en nuestro negocio, es la causa que explica la importancia que ha adquirido esta contingencia en las instituciones financieras y, por consiguiente, que esté de rabiosa actualidad la gestión integral de activos y pasivos.

El riesgo de tipo de interés es simple en su inicio, ya que se origina con una variación nominal de los tipos de interés del mercado, bien sea ésta al alza o a la baja, pero resulta muy compleja tanto su valoración como su gestión. Este riesgo se debe contemplar desde dos ópticas distintas. Por un lado, analizando la incidencia que tiene en el activo y en el pasivo del balance en una fecha determinada, que será en el momento en que se produce la variación de tipos, y por otro, la repercusión que se derivará de las nuevas entradas por operaciones en las dos partes del balance a partir de esa fecha.

En el primer caso, en la composición actual del balance, la incidencia que en el margen financiero puede tener una variación de los tipos dependerá del signo de esta variación; es decir, un alza repercutirá de forma distinta que una baja, como es

lógico. Analizaremos las repercusiones que supone un alza en los tipos de interés del mercado, en su doble incidencia:

a) En el activo. Reduce los valores de capital de los activos financieros remunerados a tipos de interés fijo, aunque en este caso su importancia vendrá determinada por la vida que le resta al activo financiero hasta su vencimiento (si éste es a muy corto plazo, el riesgo de tipo de interés será más teórico que real).

También supondrá un incremento de los ingresos en aquellas operaciones de activo instrumentadas a tipos de interés variable.

Como se puede observar, sus efectos en la cuenta de resultados son de signo contrapuesto, y su incidencia en los resultados, o margen financiero, dependerá, como es obvio, del mayor o menor peso que en la composición del activo que se ve afectado por esta contingencia tenga cada uno de estos apartados.

b) En el pasivo. Es difícil de cuantificar, a priori, la repercusión que tendrá sobre el pasivo una variación al alza de los tipos de interés. En algunos casos, esta subida supondrá una actualización de la remuneración de una parte del pasivo, al estar establecida ésta en función de los tipos de mercado menos un diferencial, y puede ser cuantificada su cuantía desde el momento en que se produce la variación de tipo de interés. En otros, puede tenerla al provocar una negociación de la remuneración de los pasivos exigida por algunos clientes, si el alza tiene cierta estabilidad en el tiempo, lo que supone que su cuantificación solamente se podrá estimar —ya que su incidencia real vendrá determinada en el tiempo, tanto en la proporción de los pasivos que son afectados como en la cuantía total de esta incidencia— como consecuencia de los nuevos tipos de interés que se aplicarán como fruto de la negociación con cada cliente.

Esto es un ejemplo claro de la dificultad que la gestión y valoración de la variación de tipos de interés presenta.

Evidentemente, el efecto será el contrario cuando lo que se produzca sea una bajada del tipo de interés.

En el segundo caso, en las nuevas entradas de operaciones, al igual que en el supuesto anterior, una subida de los tipos de interés también tiene una doble incidencia:

a) En el activo. Las nuevas inversiones que se realicen tendrán una mayor remuneración como consecuencia del alza de los tipos de interés, tanto si son a interés fijo como variable.

b) En el pasivo. Un alza de los tipos de interés supondrá un incremento de los gastos de financiación; es decir, un incremento del coste de la nueva captación de pasivo.

Los efectos que se derivan de esta circunstancia son contrapuestos, por lo que su incidencia en cuenta de resultados vendrá determinada por las diferencias que se produzcan en los ritmos de crecimiento de cada uno de estos capítulos.

El efecto será el contrario de lo que hemos expuesto, al igual que en el caso comentado anteriormente, cuando lo que suceda sea una bajada de los tipos de interés.

LA GESTION DE LOS RIESGOS

Existen diversas formas de medir los niveles de riesgo de liquidez y de tipo de interés. La técnica más tradicional y sencilla que se emplea es la del *gap*, que nos proporciona la diferencia que se produce entre los importes del activo o pasivo que vencen o se reprecian en un período determinado.

En la gestión del riesgo de liquidez se emplea, para medir este riesgo, el *gap* de madurez, que nos indica las diferencias, bien sean positivas o negativas, que se producen entre los activos y pasivos que vencen en los diferentes plazos que determinemos, tanto individualmente en cada uno de ellos como de forma acumulada en el conjunto de dichos plazos.

El cálculo del *gap* se puede efectuar de dos maneras:

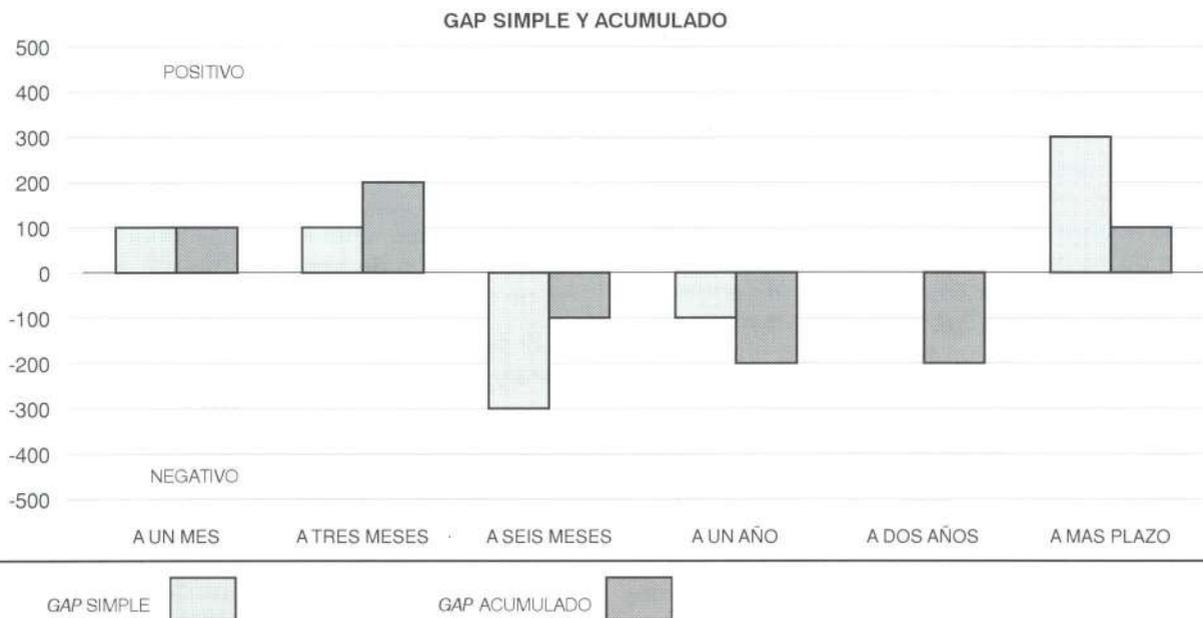
a) Estimando solamente el importe de las operaciones que vencen en cada período.

b) Teniendo también en cuenta el importe de los cobros que se producirán como consecuencia de los rendimientos que obtengamos de las inversiones, e igualmente los pagos que debemos realizar por las operaciones de pasivo.

La utilización de una u otra fórmula vendrá determinada por una serie de factores, pero indudablemente uno determinante será el coste añadido que en la segunda alternativa tenga el desarrollo del modelo que se emplee para sus cálculos, que al ser muy elevado provoca que en muchas aplicaciones no se contemple esta posibilidad.

Los valores utilizados en la determinación de los importes que vencen en cada período pueden ser o bien los actuales, o bien los del vencimiento de la operación, siendo este segundo más correcto que el primero.

GRAFICO 1
EJEMPLO DE GAP



Esto nos proporciona la posición de liquidez que tendremos en cada momento y nos da la información necesaria para que se puedan establecer las actuaciones que se consideren convenientes en función de la posición que presentemos, bien sea ésta de exceso o de déficit.

En la gestión del riesgo de tipo de interés se emplean varios métodos:

1) *Gap* de sensibilidad. Nos permite analizar la variación esperada en el margen financiero como consecuencia de la diferencia que se produce entre

los importes sensibles a la variación del tipo de interés del activo y el pasivo que se reprecian en los diferentes plazos que hemos determinado.

Se consideran activos o pasivos sensibles aquellos que generan flujos cuya cuantía varía en función de las alteraciones de los tipos de interés que en el mercado se producen, o que experimentan una variación del valor de capital.

La cuantificación sobre el margen financiero del efecto de una variación de los tipos de interés se puede determinar de la siguiente forma:

variación esperada en el margen financiero = $\text{Gap} \times \text{variación esperada del tipo de interés}$

Si el *gap* es positivo, una subida de los tipos de interés tendrá un efecto positivo sobre el margen financiero, y si se produce un descenso, su efecto será negativo.

Si el *gap* es negativo, una subida de los tipos de interés producirá un efecto negativo sobre el margen financiero, y el efecto será el contrario si se produce un descenso de los tipos.

2) Duración. La sensibilidad o volatilidad que presenta un título de renta fija a las variaciones del tipo de interés se mide por la duración, que es el tiempo de vida que queda hasta su vencimiento al instrumento financiero. Se mide en unidades de tiempo, y cuanto mayor sea su duración mayor es el riesgo de tipo de interés a que está expuesto.

La duración vendrá determinada por el número de cupones que se devenguen desde la fecha del análisis hasta el vencimiento del activo.

Una vez determinada la duración de este activo, el cambio de valor que experimenta como consecuencia de una variación de los tipos de interés, tanto sea de subida como de bajada, se mide de la siguiente forma:

$$dP = -D \times (P/(1+r)) \times dr$$

Siendo *D* la duración del título, *P* precio actual de mercado del título, *r* tipo de interés vigente en el mercado (en tanto por uno); *dr* es la variación estimada del tipo de interés.

3) Simulación. Nace como una extensión del método del *gap*, a medida que se pasó a considerar un mayor número de *gaps* y se incorporan a ellos no sólo los flujos de cobros y pagos que se generan por las operaciones de activo y pasivo, sino también las nuevas operaciones que se realizan, tanto si éstas son nuevas incorporaciones como si son renovaciones de las que vencen en los sucesivos períodos de tiempo considerados.

Para la realización de un modelo de simulación se requiere la siguiente información:

a) Composición del balance de la entidad en la fecha de inicio de la simulación, con los rendimientos medios que se obtienen y los distintos vencimientos de las operaciones.

b) Importes y condiciones de las nuevas contrataciones que se vayan a realizar, tanto de activo como de pasivo.

c) Evolución prevista de los tipos de interés.

4) Período de maduración. Determina el tiempo en el cual la reinversión de los flujos de fondos que se producen en el futuro compensa las variaciones

de precio que se experimentan, tanto de nuestro activo como del pasivo, como consecuencia de una modificación de los tipos de interés en el mercado.

LA TOMA DE DECISIONES

Para la toma de las decisiones, el Comité utiliza como elemento base la información que el grupo de apoyo elabora para cada reunión y tema, como anteriormente he indicado; ésta debe ser objetiva y lo más amplia y precisa que sea posible, además de estar adecuadamente organizada; por ello, es muy importante el grado de confianza que esta información inspire al Comité, sin que esto suponga que no pueda manejar otra información que cualquiera de sus miembros pueda obtener mediante otros canales, siempre que sea de utilidad para los temas a debatir en cada reunión.

Esta información comprenderá dos ámbitos: el externo (lo que anteriormente he clasificado como información económica) y el interno (que he definido como información financiera).

La externa comprende un análisis de los hechos económicos que puedan afectar a la actuación en los diferentes mercados y a la exposición al riesgo a que pueda estar sometida la entidad, bien sea por operaciones formalizadas con anterioridad o en las nuevas operaciones que se puedan realizar.

Se analizarán especialmente los acontecimientos en política monetaria y fiscal, las previsiones de evolución de tipos de interés y de cambio a corto y medio plazo y, en la medida en que sea posible, los cambios en la regulación bancaria y en el entorno competitivo por la aparición de nuevos productos financieros, o bien de nuevos competidores.

La información interna comprende la relacionada con las políticas aplicadas en operaciones de activo y pasivo, así como su evolución, estructura del balance, evolución de la cuenta de resultados, riesgos asumidos, etcétera.

Las decisiones que se toman son de tal trascendencia que es evidente que las previsiones que se realicen deben tener una buena dosis de buen juicio y una considerable prudencia, a fin de que su aplicación no produzca efectos contrarios a los perseguidos.

Estas decisiones deben contar antes de su puesta en práctica con el análisis de las consecuencias, tanto positivas como negativas, que se derivan de su aplicación, y ser contempladas desde una perspectiva global para evitar que las medidas encami-

nadas a obviar un determinado riesgo nos hagan caer en otro.

Pondré un ejemplo que nos ayude a comprender lo que acabo de exponer.

Ante una previsión de bajada del tipo de interés, se considera conveniente aplicar una política para activar la inversión a tipo fijo y plazo medio o largo, que evidentemente es buena táctica ante el descenso de tipos de interés que se prevé, pero, antes de dar las instrucciones convenientes a la red para su puesta en práctica, se deben estudiar detalladamente las consecuencias negativas que se pueden derivar de su aplicación.

Esta medida puede afectar al riesgo de crédito aumentándolo y, como consecuencia de este aumento, se puede generar un acrecentamiento de los morosos; el resultado final será reducir la cuenta de resultados por las dotaciones que habría que hacer por el incremento en la morosidad. Si para obviar este problema damos instrucciones a la red de oficinas de que dicha activación del crédito vaya acompañada de una selectividad de éste en función de su calidad, puede suponer que entonces la inversión no experimente el crecimiento que deseamos, siendo necesario asumir este menor incremento en aras del aumento de la calidad del crédito por las ventajas que esto reporta.

La nueva política de inversión que se está considerando puede suponer un alargamiento del período de maduración de la inversión, pudiendo afectar en un plazo medio a nuestro riesgo de liquidez y, por tanto, provocar que la implantación de esta nueva estrategia de inversión nos haga incurrir en dicho riesgo; las consecuencias negativas que se derivan de éste serán, sin duda, mayores que las ventajas que pretendemos obtener con la medida que estamos contemplando.

Esto plantea el primer interrogante sobre este Comité: ¿debe tener un carácter decisorio o de asesoramiento?; es decir, ¿debe tomar decisiones que sean de obligado cumplimiento para las áreas afectadas o bien debe ser un órgano cuya misión se circunscriba a proponer a un órgano superior (generalmente será el Consejo de Administración) la adopción de medidas que considera convenientes para la buena marcha de la entidad? La estructura que tenga cada entidad será determinante para adoptar una u otra fórmula.

Cuando el Presidente de este Comité sea a la vez Presidente del Consejo de Administración o Consejero Delegado, y estos cargos tengan en el organigrama funciones ejecutivas, parece claro que su carácter debe ser decisorio.

Sin embargo, en aquellas entidades cuyo consejo tenga unas connotaciones especiales y carezca

de la figura de Presidente Ejecutivo, como es el caso de la mayoría de las cajas de ahorros, parece más adecuado que se opte por la segunda fórmula apuntada y sea el Consejo de Administración quien tome las decisiones pertinentes a propuesta de este Comité.

Esta alternativa puede llegar a representar, en determinadas ocasiones, una merma en la eficacia del Comité. En este caso, se puede adoptar una tercera vía: que tenga carácter decisorio, pero que notifique al Consejo, para su ratificación, las medidas adoptadas que impliquen cambio en la estrategia general establecida o que supongan una modificación de la planificación presupuestaria. Independientemente del carácter decisorio, o no, que tenga el Comité, debe encargarse de realizar el seguimiento de la aplicación de las medidas adoptadas y comprobar el grado de cumplimiento de éstas, así como analizar las causas que motivan la no efectividad de estas medidas, para proponer las correcciones necesarias que eliminen las deficiencias observadas.

Otra característica importante que ha de tener en cuenta el Comité, a la hora de marcar políticas de actuación, debe ser el entorno institucional y el entorno geográfico en que desarrolla su actividad, pues es evidente que ambos son muy diferentes para las distintas entidades financieras que operan en nuestro país, lo que hace que no se puedan dar unas normas generales sobre la toma de decisiones en el Comité de Activos y Pasivos.

Un ejemplo ilustrativo sobre este particular es el de las diferencias que se presentan entre la banca y las cajas de ahorros.

Es evidente que la composición del activo y del pasivo de este grupo de entidades tiene todavía sensibles diferencias. El activo de las cajas de ahorros presenta en su composición el peso histórico de los coeficientes de inversión obligatoria a que han estado sometidas estas instituciones, aunque es cierto que esa diferencia cada vez es menor y, a medio plazo, será historia.

En el pasivo ocurre algo similar, ya que en los recursos captados de clientes por las cajas de ahorros tiene un gran peso el ahorro ordinario (lo que se conoce como saldos de libretas de ahorro), remunerado a bajo tipo de interés.

Un ejemplo práctico de esta diferencia en la composición del pasivo de estas entidades lo tenemos en la actitud tomada por las cajas de ahorros en lo que se denomina guerra del pasivo, con la aparición de las supercuentas en la banca. Las cajas de ahorros no participaron en la misma medida que la banca, y optaron por aplicar una política defensiva de su pasivo empleando nuevas figuras

financieras para mantener y, a ser posible, aumentar los saldos de sus depositantes. Una razón parece obvia para justificar esta actitud: el efecto contagio del propio pasivo teóricamente era mucho mayor en las cajas que en los bancos. Es decir, el riesgo de transformar el pasivo propio barato en caro era mayor en aquéllas que en éstos.

El entorno geográfico es otro factor a tener muy en cuenta, pues es notorio que las medidas no tienen el mismo impacto cuando se habla de una entidad que opera en el ámbito nacional que de una entidad que actúa en una zona geográfica concreta, y nuevamente las cajas de ahorros son un ejemplo de entidades que actúan en un entorno geográfico muy definido.

Igualmente, permite este entorno geográfico la aplicación de políticas diferenciadas, tanto en operaciones de pasivo como de activo, en las diferentes zonas de nuestra geografía que abarca el campo operativo de una entidad, buscando con ello diversos fines:

- lanzar una campaña de penetración en una región concreta;
- buscar una mayor cuota de mercado en una zona geográfica específica;
- experimentar las consecuencias que produce una política determinada entre los clientes, antes de su aplicación general.

Es evidente que la entidad que tiene su campo de actividad centrado en una determinada zona —como he mencionado anteriormente, las cajas de ahorros son representativas en este campo— ve limitadas sensiblemente las posibilidades de utilizar estas alternativas, por la imposibilidad de aplicarlas en unas oficinas sí y en otras no sin que ello tenga consecuencias no deseadas entre sus clientes. Aunque es cierto que, con la desaparición de las limitaciones existentes hasta hace poco tiempo sobre la expansión geográfica, las entidades que han hecho uso de esta nueva posibilidad ven ampliada la eventualidad de aplicar este tipo de estrategias diferenciales.

A continuación pasaré a comentar algunas medidas, según el campo objeto de análisis; así, tenemos:

1) En el campo estratégico —es decir, el que comprende las políticas de inversión y captación de tipos de interés para el activo y el pasivo, cuyo reflejo más inmediato es la planificación financiera, esto es, la confección del presupuesto anual— las decisiones que se pueden adoptar son muy diversas, y en ocasiones de gran trascendencia.

La primera y fundamental es la determinación de los objetivos anuales y las estrategias que se han de seguir para conseguirlos, que se plasmará en

el presupuesto anual, y es lo que se conoce como planificación financiera.

La segunda es cómo han de ser transmitidas a nuestra red para que sean comprensibles y se identifiquen con aquéllos, así como los apoyos previstos para contribuir a su consecución.

Una vez definidas las líneas básicas del presupuesto, cumplimentado éste siguiendo los trámites habituales en su confección y transmitido a la red para su aplicación, viene a continuación la fase de control, labor importante durante el ejercicio del Comité de Activos y Pasivos.

Es en este campo donde más información interna se genera, pues comprende el análisis de las distintas evoluciones y comparaciones tanto en relación con el presupuesto anual como con el comportamiento de la competencia, y proporciona información sobre la cobertura de objetivos establecidos o desviaciones que se están produciendo y, a ser posible, las causas que las están provocando; e igualmente la eficacia, o las desviaciones que se producen en el cumplimiento de las directrices que va marcando el Comité para la consecución de los fines a alcanzar en cada ejercicio presupuestario, y, por tanto, permite tener elementos de juicio para efectuar las rectificaciones oportunas cuando sean necesarias.

Se pueden dar diferentes situaciones; menciono algunas a título meramente orientativo:

— Se están cumpliendo los objetivos, pero el comportamiento de la competencia es mejor que el nuestro.

— Las desviaciones provienen de que no se cumplen los objetivos marcados en el presupuesto.

— Las desviaciones proceden de que nuestra política de tipos no es la adecuada en función del comportamiento de la competencia en el mercado.

— Podemos ir bien en determinados capítulos, pero no tan bien en otros, tanto del activo como del pasivo.

Toda la información elaborada para analizar la situación en que se encuentra la entidad deberá ser tratada con la prudencia que el tema requiere, y se adoptarán las medidas oportunas en función de los nuevos objetivos establecidos cuando del estudio de la evolución se desprenda la necesidad de modificar los objetivos iniciales, pero es conveniente tener en consideración, a la hora de aplicarlos, entre otras cuestiones:

a) Deben ser analizadas las consecuencias que la aplicación de nuevas estrategias provoca, máxime cuando éstas afectan a la red, por las dificultades y posibles desorientaciones que en ésta puede

provocar todo cambio estratégico, especialmente si estos cambios se producen con relativa frecuencia.

b) La incidencia que pueda tener, tanto en el margen financiero como en la cuenta de resultados final, cualquier cambio en nuestra estrategia, y de manera especial cuando ésta suponga un cambio en la política de tipos de interés.

2) En lo que respecta a los riesgos de tipo de interés, se deben tener en cuenta dos aspectos muy importantes:

a) Determinar el grado de riesgo que tiene la entidad en un momento determinado y la conveniencia o no de hacer las coberturas necesarias para reducir aquél si se considera que es excesivo.

b) Determinar en qué medida los resultados de la entidad se están apoyando en la asunción de un determinado grado de riesgo —es decir, con qué grado de riesgo está la entidad obteniendo los resultados— y analizar si éste es conveniente o excesivo; en este último caso, habría que tomar las medidas necesarias para reducirlo, aunque ello suponga una disminución de la cuenta de resultados.

En el primer caso, una vez determinado el riesgo de tipo de interés, las decisiones a adoptar dependerán de que aquél se encuentre dentro de los límites considerados como asumibles o no. En este último caso, sería conveniente bien proceder a su disminución, o bien realizar las operaciones de cobertura que se consideren convenientes.

La táctica que se emplee puede estar basada en operaciones internas o en la realización de operaciones externas. La materialización práctica de esta táctica puede utilizar dos vías:

- A través de los departamentos especializados, como son tesorería, mercado de capitales, etc., si queremos un efecto rápido y poco intenso.

- Dando instrucciones a la red de oficinas si lo que se pretende son cambios más profundos y duraderos, teniendo en cuenta, en este caso, que las medidas adoptadas no tendrán efectos inmediatos por varias razones:

a) Porque la red tarda un tiempo en dar respuesta a las nuevas instrucciones recibidas.

b) Porque difícilmente se pueden imponer a los clientes determinadas condiciones cuando el banco lo estime oportuno sin que se produzcan incidencias con ellos, debiendo, por tanto, mostrar flexibilidad, ya que, en caso contrario, los fines perseguidos se pueden conseguir a un alto coste y tener efectos contraproducentes en el tiempo.

c) Porque la competencia también cuenta, y puede que otras entidades intenten aplicar unas

medidas similares a las que nosotros perseguimos, con lo que nuestra red se encontrará con unas dificultades añadidas que harán que su aplicación sea más lenta y que cueste más tiempo obtener los resultados pretendidos al aplicar la nueva estrategia.

Es, por tanto, necesario determinar claramente los efectos que se pretende conseguir y, una vez definidos, transmitir las instrucciones pertinentes para su puesta en práctica a una de las dos vías que hemos definido; es decir, o bien a los departamentos centrales especializados en operar en mercados mayoristas, o bien mediante instrucciones a la red. Sin olvidar que en ocasiones puede ser conveniente emplear ambos canales simultáneamente, en cuyo caso se darán a cada uno las instrucciones concisas y específicas, por las características especiales que cada uno de ellos presenta, para la puesta en práctica de las medidas que hemos considerado conveniente para conseguir los fines establecidos.

La primera alternativa —es decir, mediante la realización de operaciones internas— se refiere a la gestión de los propios activos y pasivos sensibles a las variaciones de los tipos de interés que configuran el balance. Si se prevé una subida del tipo de interés, las medidas a adoptar pueden ser:

a) En el activo. Vender cartera de valores de renta fija propia (como son obligaciones, deuda pública, pagarés de empresa, etc.), siempre que las pérdidas que se puedan originar con estas ventas sean inferiores a los beneficios que se estima obtener, y la liquidez generada con estas ventas reinvertirla a corto plazo para aprovechar la subida de los tipos de interés.

Incentivar la concesión de créditos a tipo variable limitando, en la medida que sea posible, la concesión de créditos a tipo fijo.

b) En el pasivo. Intentar captar pasivo al mayor plazo posible.

En la segunda alternativa —es decir, realizar operaciones externas de cobertura, una vez determinado el grado de riesgo que se pretende cubrir—, se dará a los departamentos que actúan en los distintos mercados monetarios las órdenes oportunas y concisas de las operaciones de cobertura que sea conveniente efectuar, y se indicará qué instrumentos financieros son los idóneos para el fin que perseguimos (opciones, futuros, *fras*, *swaps*, etc., o un conjunto de ellos).

En el segundo caso, cuando los resultados de la entidad estén generados con un riesgo que se considere excesivo, habrá que adoptar las medidas pertinentes que nos conduzcan a su reducción hasta los niveles que se hayan estimado como asu-

mibles por nuestra entidad, y que básicamente consistirán en deshacerse, en la medida que nos sea factible y empleando los canales de que dispongamos, de aquellas inversiones que implican mayor riesgo.

Es evidente que en la aplicación de estas estrategias se pueden plantear ciertos inconvenientes a la entidad.

Por un lado nos podemos encontrar con que las condiciones que el mercado nos imponga en ese momento no sean asumibles, lo que nos obligará o bien a demorar su realización a corto plazo, si prevemos que éstas experimentarán una mejora, o bien a buscar otras soluciones alternativas a este problema que nos permitan lograr los mismos o similares objetivos que habíamos planificado.

Por otro lado, será necesario asumir en algunos momentos determinadas pérdidas que se puedan presentar en la realización de la desinversión, condicionado a que esas pérdidas sean asumibles por la entidad, ya que esto nos reportará mayores beneficios a medio plazo que mantener la situación

inicial, bien porque eliminemos la eventualidad de que se materialice el riesgo potencial que teníamos asumido y, por tanto, no se tengan que efectuar las correspondientes dotaciones de fallidos, o bien porque la evolución del mercado haga que si mantenemos la inversión nuestro riesgo vaya en aumento, lo que sin duda supondrá para la entidad aumentar su posición de debilidad e incrementar su exposición a situaciones desfavorables de mayor calado que las pérdidas que se han materializado en el momento de la desinversión, dado el excesivo riesgo asumido por la entidad con estas inversiones.

De no asumir estas posibles pérdidas en su momento y mantener la posición, podemos, aparte de agravar la situación de la entidad, según lo expuesto anteriormente, incurrir en otros tipos de riesgo, como puede ser el de liquidez, con las graves consecuencias que esto puede acarrear para la entidad, y no sólo por sí mismo, con ser importante, sino también porque supondrá agravar la delicada situación en que se encontraba ya por los problemas anteriores que he comentado.

EL CONTROL DEL RIESGO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS: ¿UNA TAREA PENDIENTE?

Raimundo ORTEGA

I. INTRODUCCION

Se ha afirmado, y no sin razón, que la década de los años ochenta ha sido la década de la implantación generalizada de las «innovaciones financieras». Ese rasgo, unido a los de liberalización y cambio, ha modificado la estructura del sistema financiero internacional y ha motivado que los bancos y demás entidades financieras tuvieran que enfrentarse a nuevos retos tanto en su operativa como en la organización interna. Esta última ha debido adaptarse a la multiplicidad de nuevos instrumentos, a la globalización de los mercados y a la complicación de las técnicas operativas, procurando que la alta dirección de las entidades siga manteniendo un control eficaz de los riesgos en que incurren sus unidades operativas o de negocio.

Si esos cambios han supuesto la apertura de nuevas oportunidades de incrementar la rentabilidad de los recursos manejados por las entidades, no se puede olvidar que también llevan aneja la posibilidad de incurrir en pérdidas elevadas como consecuencia de la deficiente medición de los riesgos implícitos y de la ausencia de estrategias para protegerse contra ellos.

A los rasgos antes señalados de liberalización, globalización e innovación financieras se unieron, en la década recién terminada, la presión de las autoridades supervisoras para reforzar, sobre todo, el capital de las entidades bancarias, por un lado, y la reacción de los mercados, que, ante unas perspectivas más inciertas del negocio bancario, han endurecido las condiciones en las cuales están dispuestos a suministrar fondos que apuntalen el capital de riesgo de los bancos y de otras entidades financieras.

Era evidente que, en ese contexto, las gerencias de esas entidades debían prestar cada vez más atención al manejo de sus activos y pasivos, a la situación de liquidez de la entidad, al punto concreto de la curva de tipos de interés y a las expecta-

tivas vistas desde la política practicada por su institución.

Semejante situación planteaba cuestiones sumamente delicadas a la alta dirección de las entidades bancarias y financieras en general. Ante todo, le forzaba a comprender cabalmente los problemas implícitos en el manejo de los activos y pasivos del banco o de la entidad, normalmente confiados a especialistas de la organización; pero, además, hacía necesario que entendiese, previo análisis de la información especial disponible, cuáles eran en todo momento las posibilidades ofrecidas por el mercado —con la consiguiente evaluación de las distintas alternativas de riesgo y rentabilidad—, con lo cual tenía ante sí la siempre difícil tarea de decidir en situaciones de incertidumbre.

Además, creo que es preciso decir que tanto las autoridades reguladoras como sus instituciones instrumentales preferidas —los auditores externos— no han brindado demasiados apoyos a las entidades bancarias y financieras para situar en su exacta dimensión la compleja cuestión de las diversas clases de riesgo y la necesidad de montar sistemas adecuados de análisis, medición, contabilización y cobertura.

Quizá por ello los bancos, cajas y otras entidades financieras, que llevan años hablando de la importancia de los riesgos en su negocio —tanto «dentro» como «fuera» de balance—, han tardado más tiempo del debido en establecer las estructuras organizativas adecuadas y, con escasas excepciones, a ello se debe que todavía muy pocas manejen conscientemente el riesgo como un elemento más en su política de negocio.

Por todo lo dicho, esta colaboración tendrá tres partes diferentes: en primer lugar, y sobre la base de una sencilla clasificación de los riesgos, mantendré la tesis según la cual éstos son más complejos de lo que se suele pretender. Después comentaré cuál es, en mi opinión, la estructura mínima

necesaria para gestionar adecuadamente los riesgos, subrayando las presiones que ello impone a la organización de las entidades en cuestión y, de forma muy especial, a su alta dirección. Para terminar, enumeraré, en unas cuantas conclusiones, mis experiencias al respecto; experiencias teñidas, ya lo adelanto, de un cierto escepticismo.

II. BREVES CONSIDERACIONES A PROPOSITO DE LAS DISTINTAS CATEGORIAS DE RIESGOS

Con la creciente atención prestada a la identificación, medición y cobertura de los riesgos más frecuentes en la actividad bancaria y financiera en general, se observa un fenómeno de proliferación y barroquismo en la clasificación de las diversas categorías de riesgo.

Por ello, y aun cuando no es el objeto de este artículo discutir una clasificación ni excesivamente rigurosa ni exhaustiva de las distintas clases de riesgos —no hablaré del riesgo de sistema, por ejemplo—, sí creo oportuno, para situar más claramente lo que después diré, presentar el esquema básico de riesgos en el cual estoy pensando (esquema 1) y ofrecerles unas sucintas definiciones.

Riesgo operativo

Entiendo por tal el derivado de un error u olvido producido en alguna de las distintas fases que cualquier operación que entrañe riesgo atraviesa dentro de la organización de la entidad que lo asume. Y ya se produzca aquél por negligencia del operador, por indebida contabilización o por equivocación en su tratamiento por los procesos informatizados del banco o institución financiera en cuestión.

Riesgo de liquidez

Resulta frecuente considerar esta modalidad de riesgo como una subcategoría del riesgo de crédito. En todo caso, no sería inexacto definirla como el riesgo de que un activo financiero no pueda liquidarse rápidamente a un valor cercano al de mercado.

Un riesgo que presenta características parecidas al de liquidez es el riesgo de pagos, aun cuando también podría catalogarse parcialmente como un riesgo de crédito. Se trata del riesgo inherente a los modernos sistemas de pagos, sometidos cada vez más a posibles riesgos de fraude, errores con-

tables, interrupciones operativas y fallos de liquidación en los fondos transmitidos a lo largo del día. Como fácilmente puede imaginarse, el caso paradigmático es el de los mercados interbancarios, y su manifestación extrema el ya citado riesgo de sistema.

Paso ahora a comentar las dos grandes modalidades de riesgo de transacciones.

Riesgo de crédito

Es el producido por el incumplimiento por una de las partes en la operación de las condiciones asumidas en el contrato, lo cual obliga a la contraparte —normalmente, el tenedor del activo o del derecho— a sufrir una pérdida de carácter financiero. Ni qué decir tiene que estamos hablando del tipo de riesgo propio del negocio bancario, el más conocido y el más regulado, y quien tenga dudas respecto a esta afirmación que consulte atentamente la Circular 4/1991 del Banco de España.

Riesgo de mercado o de precio

Deriva de que el valor de mercado de un activo financiero descienda como resultado de variaciones en el tipo de cambio o en el tipo de interés, por mencionar los dos tipos de riesgo de mercado que he recogido en el esquema 1. Por supuesto, existen otras modalidades, tales como el riesgo de renta variable o el de *commodities*, mencionando así sólo dos entre los más importantes.

Esta modalidad de riesgo es la que más dificultades de medición y tratamiento ha ofrecido y, por ende, una de las menos regulada hasta ahora.

Dos últimas consideraciones para concluir esta parte: primera, que aun cuando clasificaciones de las diversas categorías de riesgos tan sencillas como la que acabo de presentarles son más que suficientes para subrayar la creciente complejidad y la variedad de instrumentos financieros utilizados en circunstancias extremadamente volátiles, no está claro, al menos en mi opinión, que las entidades hayan asimilado la necesidad de medir y controlar el riesgo financiero. Y prueba de ello es que me atrevería a decir que en muy pocas se ha pasado del estadio de manejar el riesgo producto por producto para manejarlo como el riesgo de una cartera de productos.

En segundo lugar, y muy ligada a la observación anterior, está la cuestión de que tampoco abundan las entidades que tengan conciencia clara de que la decisión de cubrirse ante un determinado riesgo utilizando un cierto instrumento puede originar un riesgo diferente debido al principio de transformación de riesgos. A quien esté interesado en la cues-

ESQUEMA 1
CLASIFICACION DE RIESGOS



tión, le recomiendo la lectura del capítulo 10 —y especialmente del cuadro de las páginas 192 y 193— de una vieja publicación del Banco de Pagos Internacionales, titulada *Recent innovations in international banking* (Basilea, 1986).

III. LA GESTION DEL RIESGO

Que la gestión del riesgo en una entidad bancaria o financiera es un cometido especialmente complejo creo que nadie lo dudará. Pero es que, además, resulta ser una necesidad ineludible en entidades que actúan en varios mercados, con numerosos instrumentos y sometidas a horizontes temporales variables para sus inversiones, y obligadas a cumplir regulaciones prudenciales a menudo diferentes. En semejantes condiciones, el objetivo de conseguir una aportación neta positiva a la cuenta de resultados de la institución en cuestión supone un gran reto para los responsables de su gestión.

En los últimos tiempos, parece haberse despertado un auténtico interés entre bancos, cajas de ahorros y otros intermediarios por el control de los riesgos financieros. La primera consecuencia de ese interés ha sido, generalmente, el establecimiento en cada institución de un órgano, titulado casi siempre «comité de riesgos» o «comité de activos y pasivos», encargado nominalmente de gestionar los activos y pasivos de la entidad con el fin de maximizar, como antes dije, la aportación neta a la cuenta de resultados derivada de dichas actividades.

Pero aquí, como en casi todas las cuestiones del negocio bancario, es más fácil definir el objetivo que llevarlo a la práctica. A continuación comenta-

ré, también muy resumidamente, los cuatro requisitos que considero fundamentales:

A) *Que los responsables de la gestión entiendan todos los problemas inherentes al manejo de los activos y los pasivos de la entidad.*

- Conocer la situación actual.
- Entender las consecuencias de los desequilibrios entre activos y pasivos, especialmente los *trade-offs* entre maximización del beneficio neto, liquidez y riesgo.
- Analizar y valorar las alternativas posibles.
- Enjuiciar los nuevos riesgos que la entidad asume.

B) *Que la entidad cuente con, y los responsables de la gestión tengan y comprendan, los datos necesarios.*

- Escenario previsible de tipos de interés y de tipos de cambio.
- Balance y cuenta de resultados actualizados.
- Análisis de los *gap* del balance, descomponiendo el activo y el pasivo por plazos de vencimiento y renovación de tipos de interés.
- *Mix* de cantidades y tipos.
- Análisis de liquidez y de sensibilidad a la variación de tipos de interés, de cambios y de otras variables pertinentes.
- Sistemas adecuados de medición de riesgos (así, en el riesgo de tipo de interés, el sistema *gap*, sistema «matriz», sistema «duración», sistemas «simulación», «unidades de medición del riesgo» o cualesquiera otros).

C) *Que exista una voluntad corporativa de actuar.*

- Esta exigencia, que no es tan obvia como parece, supone, entre otras cosas:

- Contar con la decisión de centrar los problemas.
- Frecuentemente, vencer resistencias muy arraigadas a la innovación y al cambio.
- Superar posibles enfrentamientos entre posiciones diferentes sobre la gestión adecuada del negocio y controlar recelos entre personas.
 - Ceder competencias.
 - Adoptar públicamente decisiones comprometidas.

D) *Contar con la estructura organizativa adecuada para llegar a las decisiones necesarias.*

Dicho lo anterior, quiero insistir en un punto que me parece clave, a saber: que la gestión de los riesgos en los cuales incurre una entidad financiera es un proceso más complicado de lo que habitualmente se suele creer. Para ilustrar esta afirmación permítaseme mostrar, en forma gráfica, cómo pueden representarse tanto la organización mínimamente adecuada como las exigencias que implica una política de gestión y cobertura del riesgo.

Como podemos apreciar en el esquema 2, una operación financiera, ya sea por cuenta propia o de un cliente, origina la decisión de vender o comprar realizada por alguno de los departamentos operativos de la entidad.

Esa decisión normalmente dará lugar a una operación de cobertura realizada en alguno de los mercados existentes. Los pasos subsiguientes, recogidos en el esquema, de contabilización, repreciaación, reposición o no al vencimiento y reflejo final en el balance no creo merezcan comentarios especiales.

En el esquema 3 he detallado los que parecen ser los pasos básicos en una política de gestión y cobertura del riesgo. Pero, en todo caso, lo que busco subrayar en ambos esquemas es que la política de medición y cobertura de los riesgos de una entidad, que tanto fervor despierta ahora entre las instituciones, exige como mínimo los siguientes requisitos:

- a) Una información completa y actualizada de los riesgos, así como una medida adecuada de éstos y un entendimiento cabal de sus alternativas por parte de la alta dirección de la entidad.
- b) Un conocimiento profundo y experto de instrumentos y mercados por parte de los directores y principales operadores de los departamentos encargados de llevar a cabo las actividades de cobertura.
- c) Una distinción clara de responsabilidades, acompañada de una comunicación constante, entre quienes toman las decisiones finales y quienes las ejecutan.
- d) Una infraestructura flexible que permita llevar a cabo, pronta y eficazmente, las decisiones tomadas. Esa infraestructura, con el fin de mantener los niveles de riesgo y de rentabilidad adecuados, debería obedecer a una política y contar con unos mecanismos que:
 - Detecten variaciones en los riesgos.
 - Permitan disponer de fondos a corto plazo sin desequilibrar las posiciones cubiertas.
 - Mantengan los niveles de liquidez necesarios.
 - Señalen las oportunidades que aseguren be-

**ESQUEMA 2
GESTION DE LOS RIESGOS: ACTIVIDADES Y FLUJOS**



ESQUEMA 3
EXIGENCIAS MINIMAS DE UNA POLITICA DE GESTION Y COBERTURA DEL RIESGO



neficios sin abandonar la posición de riesgo decidida.

- Mantengan las pérdidas en límites tolerables.
- Sean capaces de poner en marcha una estrategia apropiada en caso de surgir condiciones inesperadas.
- Estructuren coberturas, siquiera sean incompletas, para hacer frente a condiciones excepcionales.
- Establezcan relaciones apropiadas entre los precios de los activos habitualmente utilizados, así como entre los instrumentos de cobertura, de tal forma que no acrecienten el riesgo de una manera lineal.

IV. CONCLUSIONES

1. Cualquier entidad financiera, y muy especialmente un banco o una caja de ahorros, está obligada a mantener sistemas eficaces de identificación, medición y cobertura de los riesgos derivados de sus actividades. Ahora bien, contar con esos sistemas no es suficiente: resulta preciso, además, establecer estructuras organizativas y crear canales adecuados para que esa información circule fluidamente y se tomen, en el momento oportuno, las decisiones pertinentes. A este respecto, conviene señalar que los bancos, las cajas y las restantes entidades no pueden esperar de forma inmediata ayuda ni de las autoridades supervisoras ni de los auditores externos.

2. Dejando a un lado el riesgo de crédito, el más tradicional en el negocio bancario y el más regulado por las autoridades supervisoras, el riesgo de cambio y el de interés suelen ser los más conocidos por las entidades financieras y aquellos para los que se cuenta con sistemas de medición y de cobertura hasta cierto punto más precisos.

3. De los diversos sistemas de medición utilizados conviene conocer sus ventajas y sus inconvenientes. Y aun cuando por razones de facilidad, o de hábito, se prefiera uno de ellos, sería lo más prudente utilizar alguno o algunos de los otros como complemento.

4. Los riesgos de liquidez y de pagos han ido cobrando cada vez mayor importancia y comienzan ya a despertar la preocupación de las entidades supervisoras. En la medida en que yo los conozco, los métodos empleados por las entidades para medirlos y cubrirlos son escasos y no muy sofisticados.

5. Los departamentos de contabilidad —o intervención y auditoría interna— deberían esforzarse en suministrar manuales con normas precisas de contabilización de las operaciones de cobertura. Es también especialmente importante que los departamentos operativos tengan muy presentes los nuevos riesgos en que la entidad incurre al intentar cubrirse de un viejo riesgo.

6. Tengo la impresión —que deseo sea equivocada— de que la mayoría de las entidades no conocen exactamente cuáles son *todos* los riesgos

por ellas asumidos. Es debido, como dije antes en algún momento, a que el riesgo se cuida —y, por supuesto, se gestiona— instrumento a instrumento y no como una cartera de instrumentos. Por ende, se desconoce el riesgo que cada instrumento presenta respecto a los restantes y en relación a toda la cartera en general.

7. Esa situación explicaría el que, también en la mayoría de los casos, las entidades bancarias y financieras, en general, carezcan de una política de riesgos, entendiendo como tal la que utiliza el riesgo como vía de negocio y de optimización de los beneficios.

8. Una política de riesgos, como a la que he aludido en mis dos anteriores conclusiones, supone fuertes exigencias organizativas del corte, como mínimo, de las que ya he bosquejado.

9. En este terreno, la máxima responsabilidad corresponde a la alta dirección de la entidad. En muchos casos, la ausencia de una política de riesgo mínimamente eficaz —o la existencia de una claramente insuficiente— es resultado de su falta de voluntad para centrar y superar los problemas que la implantación y funcionamiento regular de esa política implican.

10. Aun cuando no me atrevo a generalizar, he de decir, a fuer de sincero, que si bien en casi todas las entidades preocupadas por la medición de los riesgos financieros y su cobertura existen órganos como el «comité de riesgos» o el de «activos y pasivos», en la mayoría de los casos que indirectamente conozco ese órgano no llega a cumplir su verdadero objetivo, que es, ni más ni menos, formular la política de riesgos de la entidad —con la responsabilidad que ello comporta— y cursar instrucciones relativas a los límites de riesgo asignados a cada unidad operativa, así como respecto a los medios de cobertura, total o parcial, de dichos límites. Por tanto, mi consejo es que si tal comité no sirve para cumplir esa finalidad, lo más eficaz es no engañarse y suprimirlo.

11. La razón básica de este último consejo es que el control de los riesgos va a desempeñar un papel cada vez más importante en las prioridades

de las instituciones supervisoras, tal y como demuestra el proyecto de directiva comunitaria sobre adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. Y es que, por primera vez, vamos a contar con un texto legal que recoge una amplia gama de riesgos —los de posición, contrapartida y liquidación, tipo de cambio y otros riesgos— y los define con gran precisión. No sé, todavía, en el caso de los bancos y de las cajas de ahorros, pero para las sociedades de valores y Bolsa el proyecto comunitario será más restrictivo que la actual normativa española.

12. Esta futura directiva comunitaria es un claro ejemplo de lo que las entidades financieras podemos esperar de las instancias supervisoras comunitarias. Para empezar, un buen esquema lógico: el texto persigue, primero, asegurar la solidez del sistema financiero en un mercado europeo cada vez más integrado; segundo, definir el método de cálculo del capital que bancos e instituciones de inversión necesitan; tercero, precisar qué se entiende por capital. Además, el texto que yo conozco admite los principios rectores importantes para quienes participamos en mercados con riesgo y que muchas autoridades supervisoras suelen ignorar, a saber: que es muy improbable que una entidad deba hacer frente *simultáneamente* a pérdidas provocadas, por ejemplo, por los tres tipos de riesgo más frecuentes: riesgo de tipo de interés, riesgo de cambio y riesgo de crédito; a lo cual se une el que, para asegurar la estabilidad del sistema, no deben imponerse exigencias justificadas tan sólo en el «peor de los casos», pues ello acabaría redundando en pérdida de eficiencia del propio sistema.

Pero, frente a esos dos aciertos, la propuesta de directiva acaba teniendo un gran borrón, que es, en mi opinión, el siguiente: en lugar de sentar unas reglas generales que definan un terreno igual para todos, pero sin imponer un tratamiento idéntico para bancos y sociedades de inversión, se inclina por el principio según el cual idénticas posiciones implican los mismos riesgos y justifican la misma actitud supervisora. El tiempo y los acontecimientos dirán si tan estricta actitud estaba o no justificada.

RIESGO DE SISTEMA

Gonzalo GIL

Las transacciones económicas de un país se perfeccionan mediante la transferencia de la mercancía real o financiera intercambiada y de medios de pago. En las economías modernas, el medio de pago es básicamente dinero bancario, y por ello el sistema de pagos puede definirse como el conjunto de instituciones, instrumentos y procedimientos que aseguran una fluida canalización del medio de pago entre las partes.

En los últimos años, el desarrollo tecnológico, las innovaciones financieras y la integración de los mercados han posibilitado el crecimiento del sistema económico y han generado un volumen de operaciones tan importante que ha traído al primer plano de interés el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y, más concretamente, la minimización de los riesgos en el mismo, preservando la facilidad operativa.

Esta nota pretende concretar de una forma muy breve el llamado «riesgo de sistema», un riesgo no nuevo, pero sí acrecentado por la interrelación de los sistemas y mercados financieros. Es decir, se trata de analizar la naturaleza y posible tratamiento de un riesgo, el de sistema, que, tal como lo ha definido el Comité de Gobernadores de la CE, «es aquel que se produce cuando un participante en el sistema interbancario de transferencia de fondos —o en un sistema de liquidación de títulos o, en general, en cualquier otro mercado financiero— no puede hacer frente a sus obligaciones de liquidación, impidiendo a otros participantes cubrir sus propias posiciones».

Para ello, es necesario hacer algunas acotaciones previas. Se centrará la nota en los sistemas de grandes pagos en dinero, generalmente interbancarios, por considerar que es en éstos donde se da básicamente este tipo de riesgo. Se trata de sistemas de grandes pagos que se liquidan finalmente en cuentas del banco central, y, por tanto, sin mayor necesidad de prueba por el momento,

se admitirá que la intervención de éste en dichos sistemas está justificada.

* * *

En este campo así acotado, la viabilidad de un sistema de pagos depende de la estabilidad y eficacia de los sistemas de compensación y liquidación, dependiendo, pues, del desarrollo y organización de estos últimos el que los sistemas funcionen con un mayor o menor grado de riesgo.

Los sistemas de compensación —especialmente el multilateral— facilitan el desarrollo operativo del mercado, pero producen efectos dispares. Mientras que, por un lado, su presencia hace que el número de transferencias a efectuar como resultado de las operaciones sea menor, y con ello se produzca una atenuación del riesgo, por otro, al encadenar las operaciones entre sí, permite la transmisión o el «contagio» cuando algún riesgo de liquidación se materializa, aumentando con ello la posibilidad del riesgo de sistema.

Así pues, esta materialización del riesgo de sistema, tal como antes se ha definido, se produce cuando se da un riesgo previo de liquidación y, al mismo tiempo, se presentan las circunstancias adecuadas para que el contagio se produzca.

La mayor o menor presencia de este riesgo, dando por supuesto que la compensación y el desarrollo de los sistemas facilita el contagio, dependerá de cómo esté organizado el sistema de pagos o, más concretamente, de cómo está organizada la liquidación de éstos en las cuentas del banco central, que suele ser el procedimiento habitual en estos sistemas.

* * *

Obviamente, la única forma de controlar totalmente este tipo de riesgo consiste en establecer un sistema que garantice que todas las operaciones, una vez aceptadas, sean irrevocables y finales. Un sistema de este tipo, que asegure la *firmeza*

de los pagos, requiere que alguien asuma el riesgo de tal forma que éste no se transmita al mercado. Este alguien es el banco central; por ejemplo, en Estados Unidos o Suecia, donde éste asume directamente la responsabilidad de garantizar, concediendo un crédito intradía en determinadas redes interbancarias de pagos, todas las operaciones como firmes; pero, simultáneamente, y para evitar el proceso del *moral hazard*, establece un conjunto de limitaciones o normas que pretenden responsabilizar en primer grado a los directos participantes en el mercado.

Puesto que el acceso al sistema que se compensa y liquida a través de las cuentas del banco central implica el acceso a éste como fuente de financiación última, dicho acceso reviste algunas condiciones. En primer lugar, se ejerce una limitación estricta de las instituciones que pueden participar en él. Su solidez financiera y tecnológica deben ser consideradas, así como las características personales y profesionales de los responsables. Sobrevenida esta barrera inicial, diversos tipos de mecanismos pueden entrar en funcionamiento: unos para prevenir la crisis y otros para aminorar sus efectos una vez producida.

En el primer grupo pueden encontrarse: una infraestructura que permita la información intradía de los descubiertos en tiempo real, el establecimiento de límites (*caps*) tanto bilaterales como frente al sistema en su conjunto, el establecimiento de un coste a los descubiertos que se produzcan, etcétera. Como se ve, medidas todas ellas tendientes a que las entidades asuman sus propias responsabilidades.

En el segundo grupo pueden encontrarse diversas formas para el establecimiento de colaterales o cualquier modalidad de reparto de pérdidas. Medidas, todas ellas, que pretenden preservar, dado el carácter firme de las operaciones, la situación del banco central, que, en último extremo, estaría arriesgando dinero público.

En otros sistemas, en cambio, no se garantiza la firmeza de los pagos y éstos sólo se llevan a cabo si existe un saldo en la cuenta del ordenante. Estos sistemas que no garantizan la firmeza pueden ser *brutos*, cuando cada operación individual se liquida sólo si hay saldo previo (Suiza estaría en esta situación), o *netos*, en los cuales todas las operaciones realizadas y ordenadas a lo largo del día quedan pendientes de ejecutar hasta que al final del día se procede a la liquidación neta de todos los mercados (éste es el caso de nuestro Sistema Telefónico del Mercado de Dinero). En este caso, no puede hablarse de descubiertos intradía, ya que no existen como tales. Las razones de existencia de estos sistemas, con un elevado

potencial —al menos teórico— de riesgo de sistema, pueden ser muy variadas: desde la participación de un elevado número de entidades en el proceso hasta el relativo atraso tecnológico que impide el control en tiempo real.

Estos sistemas se ven obligados, en caso de carencia de algún saldo al final del día, a arbitrar un conjunto de medidas *ad hoc* para resolver la situación. Medidas que pueden llegar incluso a tener que deshacer alguna cadena de operaciones ya realizadas, con el grado de riesgo que esto lleva consigo.

En cualquier caso, también en estos sistemas se debería caminar hacia el establecimiento del carácter firme de los pagos. Para ello, la implantación de los sistemas antes mencionados es imprescindible y puede servir de puente para llegar al objetivo final. Este proceso es inevitable, y en ese sentido se está caminando, pero conviene tener en cuenta que en cualquiera de los sistemas la presencia del banco central como prestamista último es el hecho clave para la eliminación completa del riesgo del sistema. De hecho, el banco central, sea en un sistema bruto o en un sistema neto, no puede dejar de desempeñar este papel, porque en ningún caso puede admitir la posibilidad de que surja una crisis de sistema. Tener esto en mente no implica flexibilizar o relajar las exigencias a las entidades participantes; antes bien, justamente por ello, éstas deben acentuarse, pues en caso contrario los efectos del *moral hazard* pueden repercutir en otras áreas de funcionamiento de aquéllas.

En todas las consideraciones anteriores ha estado implícita la referencia a sistemas nacionales de pagos. La existencia actual de un mercado único y los planes de unión económica para el futuro replantean el problema, dotando de urgencia al sistema de minimización de riesgos.

No se trata ahora de profundizar en estos problemas, sino simplemente de dejar apuntada la creciente preocupación de los bancos centrales de los países comunitarios, constatando el hecho de que ya se están dando los pasos iniciales en una dirección que, afortunadamente, lejos de elucubraciones teóricas ambiciosas, pretende homogeneizar, en la medida de lo posible, los diferentes sistemas existentes en estos momentos, de tal forma que su interconexión, y con ello la participación de entidades de distintos países, en unos u otros sistemas, no plantee problemas de riesgos.

Se tratará, no obstante, de un proceso largo y de desarrollo, en cierto modo, autónomo; esto es, no condicionado fundamentalmente por las vicisitudes del proyecto de unión monetaria, pero sí por

el hecho de que los sistemas actuales presentan marcadas diferencias tanto en las respectivas implicaciones de cada banco central como en las diferentes regulaciones legales, pasando por temas más concretos como horarios, normas de entrada, etc. Asuntos todos ellos que ya se están analizando en el marco del Comité de Gobernadores.

De entre todas las diferencias hay una que es básica y que puede dar idea de la dificultad del proceso. En este momento conviven en la Comunidad sistemas de pagos que, en mayor o menor medida, garantizan la firmeza de los pagos con otros «netos», en los que todos los pagos son provisionales hasta el final del día. ¿Cómo se podrían

unir ambos sistemas? ¿Cómo admitir en un sistema con firmeza de pagos una operación procedente de un sistema que no tiene estas características? El proceso ya iniciado tiene una línea común dirigida a dotar a los pagos de la mayor firmeza posible, tratando de preservar la flexibilidad operativa de los sistemas y no perdiendo de vista que el establecimiento de un sistema de este tipo requiere tiempo y es costoso no sólo para el banco central que lo ponga en funcionamiento, sino también para las entidades financieras, que se verán obligadas a modificar la gestión de sus tesorerías, manteniendo saldos importantes —bastante más altos que en el sistema neto— en sus cuentas como único medio de asegurar el buen fin de sus operaciones.

POLITICA DE RIESGOS Y CONTROL DE RIESGOS

Angel MONTERO PEREZ

I. INTRODUCCION

El riesgo puede definirse, de forma genérica, como el peligro o posibilidad de que se produzca un daño o pérdida. El análisis del riesgo entraña más dificultad cuanto mayor sea la incertidumbre de que ocurra esta pérdida. Si existiera la certeza de que se incurrirá en un coste o una pérdida, se podría tratar como un gasto conocido, concreto y cuantificable.

El riesgo tiene un carácter universal, estando implícito en toda actividad empresarial. El empresario siempre debe estar preparado para la eventualidad de no recuperar la inversión realizada. Los riesgos que se asumen son múltiples: destrucción o deterioro de sus activos, insolvencia de sus deudores, pérdida de eficacia productiva de sus equipos industriales, etc. Cada empresa determinará entre sus objetivos el nivel de riesgo que está dispuesta a asumir. Suele existir una relación binómica entre las expectativas de beneficio/pérdida y el nivel de riesgo asumido.

II. LAS ENTIDADES DE CREDITO Y EL RIESGO

El análisis del riesgo en las entidades de crédito tiene unas características propias, debido a la peculiar actividad de estas unidades económicas, que obligan a un tratamiento específico.

La literatura financiera contempla una variada tipología de riesgos:

- Riesgos financieros, relacionados directamente con la actividad bancaria. En esta categoría están incluidos los riesgos de liquidez, crédito, interés, cambio, mercado y solvencia.
- Riesgos de entorno, debido a modificaciones en los factores externos que rodean la empresa. Estos pueden ser económicos, políticos, sociales, de regulación, etcétera.

- Riesgos de servicio, relativos a la relación existente entre entidad y cliente. Entre ellos se encuentran los riesgos tecnológico, operacional, etcétera.

Si bien todos estos riesgos pueden influir en los resultados generados por las entidades bancarias, son los riesgos financieros los que diferencian estas instituciones del resto de empresas.

En las líneas siguientes trato de apuntar y definir las tipologías de los riesgos financieros.

1. Riesgo de liquidez

Derivado de la mayor o menor adecuación entre el grado de exigibilidad del pasivo y el grado de realización del activo.

Un alto porcentaje de préstamos tiende a solicitarse a medio y largo plazo para adaptarse a la corriente de ingresos del prestatario. Por otra parte, hay pocos ahorradores que estén dispuestos a colocar sus excesos de ingresos sobre gastos a plazos dilatados.

El sistema financiero, tradicionalmente, ha asumido la función, y el riesgo que comporta, de transformar plazos y vencimientos intermediando entre ahorradores e inversores.

El riesgo de liquidez puede medirse de forma teórica por el desfase entre el período medio ponderado de exigibilidad de los acreedores y el período medio de realización de los activos.

Al establecer el vencimiento de las diversas partidas que integran el balance es preciso realizar dos puntualizaciones: en primer lugar, las cuentas a la vista no deberían considerarse como de liquidez inmediata, dado que la experiencia ha demostrado que al menos un determinado porcentaje tiene carácter de permanencia; por otra parte, se debe contar con la posibilidad de cancelaciones anticipadas de los créditos, que distorsionarán los vencimientos calculados.

El riesgo de liquidez puede ser cubierto mediante una política activa que modifique la estructura del balance; ante una mayor liquidez del pasivo respecto del activo, se trataría de potenciar la captación de recursos a mayor plazo (imposiciones a plazo, emisiones de cédulas, pagarés, etc.) e impulsar los instrumentos de financiación a corto (efectos comerciales, activos monetarios, etcétera).

Una posibilidad adicional para la obtención de liquidez sería acudir a los mercados secundarios, donde se pueden vender los activos antes de su fecha de vencimiento.

También existe la posibilidad de acudir al mercado interbancario, donde en bastantes ocasiones se pueden conseguir coberturas «a medida» tanto en el día a día como en el largo plazo.

2. Riesgo de crédito

Refleja el posible incumplimiento de las obligaciones de pago por parte de los deudores de la entidad.

Las operaciones de activo implican un diferimiento en el tiempo entre la entrega del dinero por parte de la entidad financiera y su devolución por parte del prestatario.

Es preciso puntualizar, en primer lugar, que no existe una verdadera delimitación actuarial del riesgo de insolvencia de cada activo o compromiso. No es posible ofrecer indicadores estadísticos sobre la siniestralidad de cada una de las masas de activo que puedan ser generalmente utilizadas y tengan una cierta permanencia y fiabilidad.

Se deben buscar los métodos y técnicas que permitan tomar las decisiones de asunción de riesgos de forma que se reduzca al mínimo la incertidumbre.

Los factores objeto de estudio para tomar decisiones en las operaciones que implican riesgo deben ser:

- En relación con el solicitante: grado de confianza y experiencia de funcionamiento con el mismo. Análisis de su situación financiera y de su posición con respecto a su entorno o sector económico.
- En relación con la operación planteada: destino del crédito, relación entre importe solicitado y solvencia del peticionario, forma de reembolso y garantías complementarias.
- Aportación de garantías complementarias: su análisis es imprescindible, pero siempre posterior al análisis global del titular y de la operación plan-

teada. La recuperación del crédito por la vía de las garantías está, en un alto porcentaje de casos, llena de dificultades y situaciones conflictivas.

- Diversificación de riesgos: con la finalidad de que un fallido no arrastre a la entidad financiera que presta los recursos.

Un tipo específico de crédito es el denominado *riesgo-país*. Este se define como el que concurre en las deudas de un país, globalmente consideradas, por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual. Comprende:

- Riesgo soberano: es el de los acreedores de los estados o entidades garantizadas por ellos, en cuanto pueden ser ineficaces las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía.
- Riesgos de transferencia: es el de los acreedores extranjeros de los residentes en un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas por carecer de la divisa o divisas en que estén denominadas.

Las inversiones crediticias, valores de renta fija y demás saldos deudores, cualquiera que sea su titular, instrumentación o garantía cuyo reembolso sea problemático, deben pasar a la situación contable de activos dudosos.

En concreto, se consideran activos dudosos:

- Con carácter general: los saldos deudores vencidos cuando hayan transcurrido más de tres meses desde el impago.
- Otras circunstancias distintas del impago:
 - suspensiones de pagos;
 - patrimonio negativo;
 - pérdidas continuadas;
 - insuficiente capacidad en la generación de recursos, etcétera.

El riesgo de crédito asociado a estos activos dudosos se debe registrar en balance en el momento de conocerse, mediante la dotación al fondo de insolvencias de la oportuna provisión. La finalidad de este fondo es cubrir las pérdidas, o parte de ellas, que originarán a la entidad la insolvencia del deudor.

El Banco de España establece, con carácter general, que los fondos de insolvencias deberán igualar o superar los siguientes porcentajes de cobertura sobre los activos clasificados como dudosos en función del tiempo transcurrido desde el primer vencimiento impagado de una operación:

Más de seis meses, sin exceder doce	25%
Más de doce meses, sin exceder dieciocho	50%
Más de dieciocho meses, sin exceder veintiuno	75%
Más de veintiún meses, hasta su baja en el activo	100%

Para préstamos y créditos hipotecarios, plenamente cubiertos por la garantía, y siempre que ésta haya nacido con la financiación:

Más de tres años, sin exceder cuatro	25%
Más de cuatro años, sin exceder cinco	50%
Más de cinco años, sin exceder seis	75%
Más de seis años	100%

Adicionalmente, se debe provisionar un importe igual al 1 por 100 de las inversiones crediticias, títulos de renta fija, pasivos contingentes y activos dudosos sin cobertura obligatoria de otros sectores residentes y no residentes. Este porcentaje será sólo del 0,5 por 100 para los créditos hipotecarios definidos anteriormente.

3. Riesgo de interés

Está producido por la incertidumbre sobre la variabilidad de los tipos de interés de mercado.

Las oscilaciones de los tipos de interés afectan al valor actual de los activos financieros, dado que éste depende inversamente de los tipos de interés.

Por otra parte, al no haber una correlación entre el volumen de activos y pasivos que vencen o revisan sus tipos en un período determinado, también se ve afectada la cuenta de resultados prevista. Ante una subida de tipos de interés, se producirá un aumento del margen financiero futuro si los activos se renuevan o revisan sus precios antes que los pasivos, y una disminución si son estos últimos los que revisan sus precios primero, produciendo unos efectos contrarios a una bajada de tipos de interés de mercado.

Se han desarrollado varias técnicas para medir la exposición al riesgo de tipos de interés, entre las que se encuentran las siguientes:

- **Gaps** (brecha, desfase). Consiste en ordenar cronológicamente las partidas de activo y pasivo exigible por fechas en que son sensibles a la variación de tipos. El *gap* es la diferencia entre unas y otras para un período determinado.

- **Duración**. Este concepto procede del campo de análisis de carteras de renta fija. La aplicación de la técnica de la duración a la gestión del riesgo de tipos de interés de una entidad de crédito parte de la idea de considerar a ésta como una cartera de renta fija. Las posiciones de activo incorporan flujos positivos, y las de pasivo exigible, flujos negativos.

- **Modelos de simulación**. Permiten calcular el impacto de una determinada variación de los tipos de interés (u otras variables controlables) sobre las posiciones y resultados futuros.

La cobertura de este tipo de riesgo puede abordarse desde dos perspectivas diferentes:

— Definir políticas a medio y largo plazo que modifiquen la estructura del balance para minimizar el riesgo de interés.

— Mediante la utilización de instrumentos de cobertura específicos negociados en los mercados derivados. Señalaremos que estos mercados también permiten realizar operaciones de arbitraje y especulativas, en función de las expectativas que tengan los operadores sobre la evolución de los tipos de interés.

A continuación se definen, de forma muy simplificada, los principales instrumentos negociados en estos mercados:

- **Futuro**: contrato negociado en un mercado organizado, en el que se establece la compraventa de un instrumento financiero en una fecha futura y a precio fijo. Todos los términos del contrato están normalizados, negociándose sólo el precio.

- **Opción**: contrato por el que se adquiere *el derecho, pero no la obligación*, de comprar o vender una determinada cantidad de un instrumento financiero concreto o un futuro en (o hasta) una fecha futura y a un precio fijo.

- **FRA (forward rate agreement)**: operación en la que el comprador y vendedor acuerdan la liquidación en una fecha futura, denominada «fecha de inicio», del diferencial entre el tipo de interés pactado y el «tipo de interés de liquidación», que es aquel al que se cotizará un depósito interbancario en la fecha futura. El diferencial se calcula para un plazo y un importe especificados en el contrato.

- **Swap de intereses** (permuta financiera): operación en la que dos partes acuerdan intercambiar, durante cierto período de tiempo, los flujos de ingresos o pagos de dos instrumentos financieros (en general, uno a tipo fijo y otro a tipo variable) basados en un mismo importe nominal.

4. Riesgo de cambio

Las variaciones en las cotizaciones de las divisas afectan a todos los flujos de caja futuros denominados en moneda extranjera, *estén o no reflejados en balance*. Estas variaciones producirán ganancias o pérdidas entre el valor que se fijó al contratar el flujo y el obtenido al realizar la transacción.

El riesgo de cambio se mide por la diferencia existente en cada momento entre las entradas y salidas de caja previstas denominadas en moneda extranjera.

El riesgo se puede reducir casando posiciones (*matching*) activas y pasivas de las mismas monedas y para plazos similares. También se pueden utilizar instrumentos de cobertura como:

- compraventa de divisas a plazo;
- contratos de futuros de monedas;
- opciones en divisas;
- *swaps* de divisas.

Las entidades financieras, en general, siguen una política de aseguramiento selectivo, asegurando o no las operaciones en función de las cotizaciones existentes a plazo y de las expectativas sobre la evolución de las divisas en cada momento.

El Banco de España establece unos límites al riesgo por posiciones en divisas que cada entidad de crédito puede asumir en función de su actividad, experiencia y capacidad técnica.

Estos límites, expresados en porcentaje sobre los recursos propios, se refieren a:

- La posición abierta en cada moneda, incluso pesetas.
- La suma de las posiciones cortas o largas mantenidas en las distintas monedas, incluso pesetas.

Por otra parte, estos riesgos están sujetos a requerimientos especiales de recursos propios, lo que indica la importancia que se le da a su seguimiento por la autoridad monetaria.

5. Riesgo de mercado

Este tipo de riesgo se origina por la posibilidad de que se produzcan modificaciones en los precios de los activos que posee una entidad. Generalmente, se refiere a activos que cotizan en mercados organizados.

La autoridad monetaria obliga, en concreto, a sanear trimestralmente los valores cotizados, ajustando su valor al de la cotización media del trimestre o del último día si fuese inferior: bien por su baja directa del activo, bien mediante la creación de un fondo de fluctuación de valores con cargo a la oportuna dotación en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Cuando se trate de participaciones, el saneamiento se debe efectuar, sin embargo, tomando como referencia el valor teórico contable que corresponda a esas participaciones.

La cobertura de este riesgo se puede realizar mediante los siguientes instrumentos:

- *Ventas a plazo*. Con ello se hace cierto el precio del reembolso.
- *Opciones de venta*. Similar al anterior, la diferencia estriba en que se adquiere el derecho de vender, si bien sin entrar en ningún compromiso pleno.

6. Riesgo de solvencia

El riesgo de solvencia aparece, en cierta medida, como derivado de todos los anteriores. Enfatiza en la capacidad de los recursos propios de la entidad para absorber las posibles pérdidas producidas por cualquier tipo de riesgo.

La obligación de mantener un coeficiente de solvencia, que limita el nivel de riesgo que puede asumir la entidad de crédito, sirve de garantía para los depósitos efectuados por terceros.

Su incumplimiento, además de desvelar las dificultades por las que atraviesa una entidad, lleva aparejada una serie de medidas legales, entre las que pueden citarse:

- Destinar a reservas entre el 50 y el 100 por 100 de los beneficios netos, según el grado de incumplimiento.
- Posibles sanciones de acuerdo con la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.
- Presentación ante el Banco de España de un programa de retorno al cumplimiento del coeficiente.

III. POLITICA DE RIESGOS Y CONTROL DE RIESGOS

Conviene distinguir en la operativa bancaria entre la denominada «política de riesgos» y el «control de riesgos».

Se entiende por «política de riesgos» el conjunto de normas, objetivos y límites que afectan al desarrollo crediticio durante un cierto período predefinido.

El «control de riesgos» supone el análisis de desviación entre los objetivos y límites fijados y la realidad.

La fijación o establecimiento de una «política de riesgos» debe contemplar, como mínimo, los siguientes parámetros:

- Delegación/límite fijado a cada unidad responsable de conceder el riesgo: oficina, comité regional o tesorero.
- Límites internos de «concentración de inversiones»: por sectores productivos, por grupos homogéneos, por plazos.
- Límites legales a los grandes riesgos.
- Exigencia de garantías complementarias o cobertura de riesgos por terceras personas.
- Clases y sistemas de indiciación de los tipos de interés.
- Límite por «operador» o unidad gestora del riesgo: por acreditado, por plazo, por tasas.

- Requerimiento de recursos propios de cada tipo de riesgos.

Es evidente que al fijar anual, semestral o trimestralmente una *política de riesgos* se está produciendo, de hecho, una gran carga de *control de riesgos*.

Con respecto al *control de riesgos*, es necesario que la entidad tenga establecida una normativa y pautas generales de comportamiento claras y suficientemente conocidas por los distintos órganos de decisión con respecto a:

- Atribuciones y composición de los comités de decisión.
- Documentación de los expedientes de riesgo en lo que se refiere a la identidad de los intervinientes y de la operación planteada, y a las fuentes de información que se han utilizado para el análisis de éstos.

Los sistemas de control deben llevar al ánimo de los distintos comités de decisión la necesidad de actuar con mayor transparencia (como generadora de autocontrol), puesto que cualquier desviación con respecto a las normas establecidas puede ser rápidamente detectada.

No obstante, lo denominado en la literatura y en la praxis *control de riesgos* tiene, además, una gran carga de normativa contable.

Así, el registro de *la inversión* y de sus *resultados* está facilitando, al agregarse, información sobre la gestión, que puede y debe ser comparada con los objetivos de inversión programados y con sus resultados.

Lo que ocurre en el sistema contable de las entidades financieras españolas es que el registro de las operaciones dificulta, más que facilita, la información necesaria para *la gestión*, pues pone el acento de la información sobre la forma de comunicar al exterior una situación patrimonial.

Cada vez se hace más necesario avanzar en el registro de información que recoja la *sensibilidad* de los instrumentos de control a los distintos tipos de riesgos (solventía, interés, mercado, etcétera).

Recientemente, la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, ha incorporado al derecho positivo interno los preceptos de directivas comunitarias como son la 89/299, sobre fondos propios, la Segunda Directiva Bancaria (89/646), y la Directiva 89/647, sobre coeficientes de solventía.

A través de esta Ley, que actualiza la Ley 13/1985, se sigue consagrando en nuestro ordenamiento jurídico el principio de suficiencia de recursos propios en base consolidada.

Es importante, además, destacar la intención homogeneizadora de esta Ley al perseguir criterios homogéneos para todos los tipos de entidades financieras, de tal forma que las reglas de solventía atienden más a la naturaleza objetiva de los riesgos inherentes a cada operación financiera que al tipo de entidad que la lleve a cabo.

Es en este punto donde tanto los contables como los informáticos tienen un amplio campo de desarrollo futuro.

SUPERVISION BANCARIA: PROBLEMAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS

José PEREZ

En los cinco últimos años hemos asistido a un cambio profundo del sistema financiero, alentado por el desmantelamiento progresivo de las restricciones que limitaban la competencia —dentro del territorio español y desde más allá de sus fronteras— y por los incentivos de naturaleza diversa que han estimulado la incorporación de los avances en la tecnología de la información y las comunicaciones, y de los progresos de la economía financiera.

Todo ello ha ocasionado un aumento de la competencia de las entidades de crédito y una mayor competencia proveniente de los mercados de valores y de otros ámbitos del negocio financiero. La ampliación de las posibilidades de actuación de las entidades bancarias en los mercados de valores y en otros campos de actividad les ha permitido, a su vez, explorar nuevas áreas de negocio y diversificar sus actividades.

Las fuerzas de la competencia y los incentivos creados por la regulación financiera y fiscal han estimulado, así, la transformación de créditos en valores. Las empresas están satisfaciendo de forma creciente sus necesidades de liquidez, financiación y gestión de riesgos en los mercados de valores. Las familias han ido desplazando su riqueza líquida desde pasivos bancarios tradicionales hacia la tenencia en firme o temporal, directa o indirecta, de valores, con fuerte aumento de la inversión colectiva. Las entidades bancarias han reforzado estos procesos para disminuir las cargas de su negocio, aprovechar de un modo más eficiente sus recursos propios y competir en mejores condiciones con otras entidades financieras.

Tanto las entidades bancarias como las no bancarias han recurrido de forma creciente a los mercados derivados como forma de diluir los riesgos de una mayor exposición de sus balances a las variaciones de los precios —más intensas y volubles en los últimos años—, y el desarrollo de estos mercados ha incentivado un uso creciente de sus operaciones por motivos tanto de cobertura como

de especulación sobre la evolución futura de los precios.

Todo ello implica una tendencia creciente a borrar las diferencias entre las entidades financieras, una mayor interpenetración de los mercados y un aumento de los riesgos originados y transmitidos a través de los mercados de valores (y de los inmobiliarios).

En la búsqueda de soluciones para hacer frente a los cambios radicales que han venido operándose en el entorno de su actividad, las entidades financieras han optado, en ocasiones, por la búsqueda de un mayor tamaño —mediante fusiones o adquisiciones— y por la formación de conglomerados como formas de reforzar su eficiencia y mejorar su capacidad de competencia; la expansión geográfica y la internacionalización del negocio han aparecido, asimismo, como respuestas a la eliminación de fronteras, que adquiere especial relevancia en la Comunidad Europea con la creación del mercado único. Estas estrategias han logrado, a veces, reducir los costes del ajuste requerido en una industria que, como la financiera (bancaria y no bancaria), muestra importantes excesos de capacidad, o han permitido aprovechar las ventajas en cuanto a economías de alcance que ofrecen los avances tecnológicos referidos, o han logrado dar respuesta a algunos de los retos reales de la desaparición (formal o no) de las fronteras. En otras ocasiones, sin embargo, el comportamiento mimético ha dejado una secuela de costes en la medida en que no ha respondido a un análisis económico cuidadoso ni ha ido acompañado de los cambios requeridos en los procedimientos de información, decisión y control. No es de extrañar, por ello, que se aprecien síntomas de fatiga en el desarrollo de algunas de estas grandes líneas estratégicas, surgidas al amparo de la desregulación, y un cierto empacho en el uso de términos como universalización o globalización, al tiempo que los supervisores muestran una gran preocupación por la opacidad de los conglomerados y por el eventual deterioro

de la gestión o de los procedimientos de control interno en las grandes organizaciones.

Las propias implicaciones de la puesta en marcha del mercado único europeo han sido objeto de una profunda revisión.

En lo antes expuesto hay, no obstante, elementos permanentes y desarrollos que están muy lejos de haberse agotado. Entre los primeros está, sin duda, la desaparición de las barreras que segmentaban el sistema financiero, la mayor concurrencia tanto dentro de las fronteras como más allá de ellas y la interpenetración de los distintos mercados, como lo está también la necesidad de aprovechar continuamente los avances técnicos para mejorar la eficiencia del negocio financiero. En este terreno, como en el papel creciente de los mercados de valores —o, si se prefiere, de la desintermediación— queda aún bastante camino por recorrer. Así lo ponen de manifiesto el fuerte crecimiento reciente de los fondos de inversión y su probable continuidad en el futuro, así como el impulso a la transformación de crédito en valores proporcionado por la reciente regulación de la «titulización hipotecaria» y por la propia normativa de recursos propios.

Las transformaciones operadas han creado las condiciones para un funcionamiento más eficiente de la actividad financiera, pero también han aumentado los riesgos de inestabilidad y la fragilidad del sistema. No puede decirse que el trabajo del supervisor se haya visto facilitado con estos cambios. El aumento de los riesgos asociados a la operativa en mercados muy sensibles a las variaciones de los tipos de interés o de cambio y a las expectativas de los operadores, la aparición continua de nuevos productos e instrumentos financieros, la interdependencia creciente de los mercados, el desarrollo de grandes conglomerados, la extensión del negocio más allá de su territorio nacional, el establecimiento de la licencia única en la CE, etcétera, no son, desde luego, factores que reduzcan su campo de preocupaciones. Como tampoco lo es la trascendencia pública de todo lo relacionado con los negocios financieros.

En honor a la verdad, hay que decir, sin embargo, que a pesar de los temores fundados sobre la mayor fragilidad del sistema financiero, éste ha logrado hacer frente en los últimos años a grandes perturbaciones que han puesto sobradamente a prueba todo el aparato de regulación y supervisión. Pero, del mismo modo, no se puede decir que esos peligros y preocupaciones puedan considerarse superados.

En la fase de expansión económica y de fuerte inflación del negocio financiero, han quedado encubiertas las consecuencias de la mayor libertad

y competencia. Esta ha ampliado la capacidad de expansión y diversificación de las entidades más solventes y mejor gestionadas, y es ahora, con la desaceleración de la actividad económica —y la probable entrada en una fase de recesión—, cuando van a surgir las grandes diferencias entre entidades eficientes e ineficientes y se va a poner en juego la supervivencia de estas últimas.

* * *

La evolución reciente de los balances y cuentas de resultados de las entidades bancarias refleja la incidencia tanto de las tendencias a largo plazo antes reseñadas —que afectan al tamaño del balance, a la variabilidad y al nivel medio de rentabilidad— como de la actual coyuntura económica general.

En lo que se refiere al conjunto de la *banca privada*, el beneficio contable, antes de impuestos, acumulado en los nueve primeros meses de 1992 ha experimentado un descenso del 16,2 por 100 y ha pasado a representar el 1,2 por 100 del balance medio, frente al 1,5 por 100 en igual período de 1991. Esta caída refleja, fundamentalmente, la disminución del margen de explotación (–11,9 y –0,29 por 100, en términos de ATM) y el fuerte descenso de los beneficios por ventas de valores. Las dotaciones y saneamientos han mantenido cifras muy similares en ambos períodos; una vez que se tiene en cuenta la reasignación de fondos previamente constituidos, conviene reseñar que, en el tercer trimestre, los saneamientos han sido mayores y han contribuido a intensificar el ritmo de descenso de los beneficios (–37 por 100 respecto a igual período de 1991).

El análisis de la evolución de los beneficios bancarios se ve dificultado por las modificaciones en la presentación de la cascada de resultados que ha introducido la Circular 4/1991.

Con todo, es evidente el estancamiento del margen ordinario de la banca (–0,3 por 100) y su caída en términos de activo medio (–0,24 por 100), reflejo, básicamente, de un descenso de los productos financieros. Este sólo ha quedado parcialmente compensado por el aumento de los otros productos ordinarios —fundamentalmente comisiones y, en menor medida, diferencias de cambio— y por la disminución de los costes financieros.

La caída de los productos financieros de la banca se debe, por un lado, al estancamiento de la actividad crediticia, a la disminución de sus tipos de interés y al importante aumento de la inversión dudosa (28,6 por 100); el incremento de la morosidad ha tenido también su reflejo en un crecimiento intenso de los inmuebles adjudicados en pago de deudas. Por otro lado, y en menor medida, esa

caída se debe a los malos resultados recogidos en la cartera de negociación de deuda y a la realización de cesiones temporales con pérdidas.

A la caída del margen ordinario se suma el aumento de los gastos de explotación —ajustados por los efectos de la modificación en la Circular 4/1991— a ritmos que resultan superiores a los del activo total medio. Ello pone de manifiesto la falta de flexibilidad necesaria en el ajuste de los gastos de estructura y de personal y la pérdida subsiguiente de eficiencia en el negocio bancario.

En el caso de las *cajas de ahorros*, la caída del beneficio, antes de impuestos, acumulado en los nueve primeros meses es más moderada (-5,5 por 100) y pasa a representar un 0,94 por 100 de ATM, frente al 1,08 por 100 en igual período de 1991. Como en la banca, esta caída se ha hecho más intensa en el tercer trimestre por la necesidad de mayores saneamientos y por la realización de numerosos beneficios extraordinarios.

A diferencia de la banca, las cajas de ahorros han registrado un incremento significativo del margen ordinario (15,3 por 100 y 0,14 por 100 sobre ATM). El origen de este aumento se halla en el elevado ritmo de crecimiento de los depósitos —que ha abaratado el coste medio de financiación— y en un intenso crecimiento de los otros productos ordinarios. Ello ha permitido compensar en exceso el descenso del rendimiento medio de su cartera, explicado tanto por el descenso de tipos de interés y de los resultados de la cartera de negociación como por el fuerte aumento de la inversión dudosa (48 por 100).

El crecimiento del margen de explotación de las cajas de ahorros ha sido del 18,4 por 100 (0,13 por 100 sobre ATM) a pesar del rápido aumento de los gastos de explotación (13,3 por 100). Conviene reseñar que, una vez ajustado de los efectos de la Circular 4/1991, el aumento de los gastos de explotación se acompaña al del activo total medio.

El deterioro de los resultados de las cajas de ahorros se debe, por tanto, a la caída de los resultados extraordinarios (por venta de valores e inmuebles) y al intenso aumento de las dotaciones y saneamientos como consecuencia de la caída de las cotizaciones de la deuda y de las acciones y del incremento de los saneamientos de créditos asociado a la morosidad, creciente a mayor ritmo, hasta ahora, que en la banca.

En resumen, se confirma la caída de beneficios que ya se apuntaba en el pasado ejercicio —como consecuencia de la reducción competitiva de los márgenes y la pérdida de calidad del activo—, y nos situamos cada vez más lejos de los resultados brillantes (diría que hasta anormales) alcanzados

en años anteriores. El escaso margen para el optimismo es todavía menor si se tienen en cuenta algunos hechos. En primer lugar, como es bien sabido, los estados contables adolecen de inercias —mayores, quizás, en banca que en cajas— que impiden reflejar las inflexiones en la marcha de los negocios con la agilidad que sería deseable, en particular cuando estas inflexiones son a la baja. En segundo lugar, en la medida en que no lleguen a recuperarse las cotizaciones de los valores de renta fija, existirán pérdidas latentes en las carteras de inversión que, de acuerdo con la reciente Circular 18/1992, deberán ir reflejándose en resultados en el futuro. En tercer lugar, no cabe esperar una reducción de la competencia en el negocio bancario que proporcione un respiro a las entidades menos eficientes. En cuarto lugar, las previsiones más prudentes apuntan a una nueva desaceleración de la actividad productiva en 1993, al tiempo que alejan y hacen más incierta la recuperación económica, con la consiguiente incidencia sobre el negocio bancario. En quinto lugar, y relacionado con lo anterior, esa evolución previsible —con sus secuelas sobre los resultados empresariales, los precios de los activos y el empleo— no sólo reducirá el ritmo de intermediación, sino que llevará a nuevos aumentos de la morosidad hasta bien entrado 1994, y a requerir nuevos saneamientos y dotaciones.

No pretendo ser alarmista. Afortunadamente, no estamos ante una amenaza de insolvencias similar a la registrada hace unos años por las cajas de ahorros estadounidenses ni a la difícil problemática de bancos y cajas en los países escandinavos, o ante las incertidumbres, más recientes, del sistema financiero japonés. No obstante, sí quiero poner de manifiesto la necesidad de, en primer lugar, reconocer con *realismo* la coyuntura en la que vamos a movernos, y en segundo lugar, de reaccionar ante ella con la máxima *eficacia, flexibilidad y prudencia*.

Como he subrayado antes, para sobrevivir en un marco competitivo es preciso alcanzar el grado necesario de eficiencia. El examen de las cuentas de resultados desagregadas por grupos homogéneos en cuanto a tamaño, naturaleza de la propiedad y área básica de negocio permite identificar que los factores explicativos de la ineficiencia difieren en su importancia relativa según los grupos. La descripción, a grandes trazos, de la evolución reciente de las cuentas agregadas de resultados subrayan, no obstante, las direcciones a seguir:

- 1) Reducir los costes de estructura.
- 2) Mejorar la estructura de financiación y el coste del pasivo.
- 3) Reforzar la gestión de riesgos, tanto de crédito como de tipos de interés.

En relación a este último punto, la evolución reciente de las cuentas de resultados y las perspectivas económicas muestran hasta qué punto, en el caso del riesgo de crédito, es necesario poner énfasis en una selección adecuada de la inversión crediticia —tanto en el momento de la concesión como en el seguimiento hasta su vencimiento—, en una política adecuada de provisiones, en una gestión rápida y eficaz que ponga solución a las situaciones de moras y, en fin, a una gestión ágil de cobro. Pero también pone de manifiesto la importancia de disponer de mecanismos adecuados de medición, control y cobertura de los riesgos de mercado.

En bastantes ocasiones, las ineficiencias subrayadas surgen de errores estratégicos cometidos en un período en que mimetismo y adocenamiento han presidido muchas e importantes decisiones. En otras, surgen de la falta de adaptación de la gestión al mayor tamaño adquirido por algunas entidades. En otras, de una falta de aprovechamiento debido a los avances tecnológicos en la información y las comunicaciones. En otras, de un reconocimiento tardío del peso adquirido en el balance por determinadas inversiones escasamente rentables o poco adecuadas para las exigencias de unos inversores institucionales ávidos de dividendos. En otras, de una organización incorrecta de la cadena de decisiones y de los procedimientos de control. Y en otras, de una política inadecuada de tarificación o de una falta de análisis de los beneficios por productos o puntos de negocio.

Las recetas y soluciones no son, por tanto, fáciles. Sin embargo, no hay duda de la necesidad imperiosa de mejoras en la gestión y de la búsqueda de la eficiencia como vías para sobrevivir.

Si todo discurriera por ese ancho y largo camino, la vida del supervisor sería fácil; de ahí que para velar por la solvencia, la regulación y la supervisión financiera deba propiciar la gestión eficiente del negocio bancario. Y ello sin suplantar ni asumir el papel de gestor, algo que parece exigir a veces la opinión pública.

* * *

Como es sabido, las políticas de regulación prudencial han ido reduciendo en nuestro país (como en el conjunto de los países industriales) las interferencias en la elección y desarrollo de actividades, centrando su atención sobre las exigencias de capital y su adecuación a los riesgos.

Ello lleva aparejados tanto una identificación de los principales riesgos del negocio bancario, y la exigencia de procedimientos adecuados de medición y control por las entidades, como el establecimiento de requisitos sobre recursos propios, de

normas de valoración y de mecanismos de inspección que velen por su efectividad.

La regulación prudencial ha ido poniendo, asimismo, un énfasis creciente en la presentación sistemática de las cuentas y balances bancarios y en la aplicación de los principios contables de prudencia valorativa e imagen fiel, con el fin de facilitar la supervisión de la solvencia —en una doble perspectiva, estática y dinámica— de las entidades y el análisis de su gestión. Esto último permite reforzar su transparencia y la disciplina ejercida por el mercado. Al mismo tiempo, se ha insistido, de manera creciente, en la necesidad de que las entidades establezcan una contabilidad analítica y con desarrollo contable suficiente para el control de gestión.

La revisión de la normativa prudencial emprendida recientemente refuerza esta dirección, atendiendo tanto a la experiencia disponible como a la necesidad de adaptación a nuestro país de diversas directivas comunitarias.

La exigencia de recursos propios adecuados constituye, sin duda, la herramienta más poderosa para hacer a las entidades bancarias más solventes y seguras. Unos recursos propios adecuados no sólo reducen la probabilidad de quiebra y permiten aislar a los contribuyentes y a las otras entidades de las consecuencias de una mala gestión, sino que también reducen los incentivos para asumir riesgos excesivos, favorecen una asignación eficiente de recursos e incrementan la competitividad a largo plazo de las entidades al permitirles establecer relaciones más estables con su clientela.

La exigencia legal de recursos propios frente a los distintos riesgos trata de asegurar, por tanto, la continuidad futura de una entidad de características medias que esté gestionada de forma prudente y adecuada. En este sentido, dichos recursos propios deben ser suficientes para afrontar las posibles pérdidas extraordinarias implícitas en su negocio.

Pero para ello es preciso, ante todo, depurar las cifras de recursos propios y asegurarse de que los activos y pasivos están debidamente valorados, saneados y provisionados. De ahí la importancia fundamental de la Circular 4/1991, y de ahí el énfasis del principio de prudencia valorativa, cuya definición, permítanme recordarles, se encuentra en nuestro Código de Comercio. Este lo enuncia así:

«Este principio, que en caso de conflicto prevalecerá sobre cualquier otro, obligará, en todo caso, a recoger en el balance sólo los beneficios realizados en la fecha de su cierre, a tener en cuenta todos los riesgos previsibles y las pérdidas eventuales con origen en el ejercicio o en otro

anterior (distinguiendo las realizadas o irreversibles de las potenciales o reversibles), incluso si sólo se conocieran entre la fecha de cierre de balance y la en que éste se formula, en cuyo caso se dará cumplida información en la memoria, y a tener en cuenta las depreciaciones, tanto si el ejercicio se salda con beneficios como con pérdidas.»

En relación con las provisiones, la Circular 4/1991 regula las relacionadas con las distintas clases de riesgo, y en resumen establece:

Riesgo de cambio: Valorización al *fixing* y se vierten en Pérdidas y Ganancias tanto las alzas como las bajas. Dada la profundidad del mercado, se admiten las revalorizaciones como realizadas.

Riesgo de fluctuación de valores de renta variable que no corresponden al grupo: Menor de costo o precio de mercado.

Riesgo de fluctuación de valores de renta fija: Menor de costo o precio de mercado, rectificado por la Circular 18/1992, en atención a la probabilidad de recuperación de las cotizaciones y a que no se toma en consideración la totalidad del balance. Pero, en todo caso, atendiendo a la solvencia.

Riesgo-país: Hoy día de poca importancia relativa, pero conviene no bajar la guardia. La crisis es mundial y hay que cuidar las nuevas operaciones.

Riesgo de insolvencia de los acreditados: Permítaseme detenerme en este punto. Tradicionalmente, es el riesgo más relevante, y debo decir que continúa siéndolo a pesar de que los demás riesgos también han adquirido importancia (como muestra la evolución reciente de los mercados cambiarios o de valores). Por otra parte, en las fases bajas del ciclo económico, su relevancia se acentúa y se pone de manifiesto la corrección de las normas contables de calificación de la inversión crediticia y de provisión de insolvencias de la Circular 4/1991, aparentemente tan estrictas, pero a nuestro juicio objetivas y, en todo caso, prudentes y acordes con el espíritu recogido en el Código de Comercio.

En relación con este aspecto, quisiera también llamar la atención sobre la necesidad de extremar la prudencia a la hora de valorar las garantías que se afectan a algunas operaciones. Dichas garantías, junto con una correcta evaluación de la capacidad de devolución de los préstamos por la clientela, son la base para moderar los efectos de las caídas cíclicas sobre la morosidad, y seguramente ambos aspectos han sido algo descuidados en la etapa de euforia económica que ha finalizado. En este mismo sentido, también habría que llamar la atención por el uso indebido que en ocasiones se hace de la utilización de tasaciones para determinar el valor de los activos. Dada la finalidad conta-

ble de dichas tasaciones, deben estar presididas por el principio de prudencia, y además cabe advertir que se dirigen fundamentalmente a determinar un precio de mercado realista al que, con un alto grado de probabilidad, pueda enajenarse el bien en un plazo relativamente breve.

Es evidente que la aplicación estricta de la Circular contable 4/1991 constituye, en todos sus aspectos, una preocupación prioritaria de los servicios de inspección de entidades de crédito, como lo es nuestro empeño en introducir el máximo realismo en las cuentas de resultados y nuestro deseo de que aquéllas reflejen éstos de la manera más adecuada, de forma que permita evaluar su sostenibilidad. La preocupación por el realismo de la cuenta de resultados y la aplicación de los principios de prudencia valorativa e imagen fiel residen en la evidencia de que pueden existir conflictos entre los intereses de los gestores, los accionistas y los acreedores, idea que debe estar presente en la actuación de los auditores externos y de los supervisores bancarios.

* * *

Como es sabido, se halla pendiente la promulgación y entrada en vigor de un importante paquete de normativa prudencial, derivado básicamente de la adaptación a las diversas directivas comunitarias.

Obviamente, no es éste el lugar adecuado para resumir, suponiendo que ello fuera posible, o para comentar con algún detalle el contenido de las directivas comunitarias que van a empezar a aplicarse plenamente (segunda directiva bancaria, directivas fondos propios, coeficiente de solvencia, adecuación de capital, grandes riesgos, supervisión en base consolidada, etc.), o las normas españolas, previsiblemente un real decreto y una ley (para la transposición de la segunda directiva), que las refunden y adaptan a nuestra realidad.

Sí quiero, sin embargo, hacer dos consideraciones significativas en relación con el objeto de mi intervención.

La primera de ellas es el *avance gradual* que, en estos temas, se ha venido produciendo desde hace años entre nosotros, merced a una serie de normas, en particular las Leyes 13/1985 y 26/1988 y disposiciones que las desarrollan. El cumplimiento de las progresivas exigencias que, en materia de recursos propios consolidados, han ido imponiendo estas normas se ha visto favorecido por la fase de bonanza que, en los últimos años, han atravesado las cuentas de resultados y por algunas emisiones de deuda subordinada y acciones preferentes. De esta forma, aunque no falten excepciones aisladas, hemos alcanzado unos niveles de solvencia

que, en general, permiten afrontar las exigencias comunitarias sin preocupaciones excesivas.

En la segunda consideración, quiero destacar la profunda preocupación que ha impregnado todo el proceso de adaptación de la normativa española para que de ella no resultase una situación discriminatoria que pudiese perjudicar la competitividad presente y futura de nuestras entidades de crédito. Aunque las normas aparecidas antes de finalizar 1992 no son una mera transcripción de las directivas comunitarias, las divergencias existentes obedecen únicamente a la necesidad de contemplar rasgos diferenciales de nuestro sistema o de reforzar su solidez y estabilidad, sin que, en conjunto, planteen una situación especialmente gravosa frente a otras normativas nacionales, según las estimaciones que hemos realizado. Conviene reseñar, en este sentido, que la competitividad de nuestras entidades puede verse incrementada por la confianza que genere una correcta regulación y supervisión.

El resultado de todo ello ha sido, y va a ser, una normativa realista y ajustada que cualquier gestor prudente debe considerar como *de mínimos*, en sentido estricto.

¿Qué líneas básicas de actuación cabe deducir, a partir de ahí, para los Servicios de Inspección del Banco de España? Para enunciarlas, partiré del tratamiento que la nueva normativa da a cuatro de los principales riesgos que caracterizan el negocio bancario, ahorrándoles el comentario de otros temas de carácter más general y de gran trascendencia, tales como la implantación de la licencia única, la supervisión en el país de origen, el nuevo perímetro de la consolidación, etcétera.

El primero de ellos, desde luego el principal, es el *riesgo de crédito* —es decir, la posibilidad de no recuperar íntegramente el principal e intereses de una inversión— y su secuela lógica: el riesgo de concentración.

Conceptualmente, la normativa comunitaria —y, por tanto, la nueva normativa española— no aporta novedades significativas. Siguiendo la línea de nuestro anterior tratamiento de este riesgo y recogiendo lo esencial del Acuerdo de Basilea de 15 de julio de 1988 sobre «convergencia internacional de la medición y las normas del capital», los activos y las operaciones fuera de balance de una entidad y de su grupo consolidable se clasifican en grupos de riesgo homogéneo, a cuyos importes, ponderados desde el 0 al 100 por 100, se les aplica el 8 por 100 para determinar el importe mínimo que deben alcanzar sus recursos propios. Estos, convenientemente depurados de pérdidas y otros activos que puedan disminuir su efectividad, pueden

ser de dos clases, de forma que el importe de los recursos propios de primera categoría limita el importe de los de segunda categoría. Además, las participaciones cualificadas en empresas no financieras que superen ciertos importes se deducen de los recursos propios, y existen límites a los grandes riesgos y a las inmovilizaciones materiales.

Por tanto, el esquema básico es el habitual entre nosotros —aunque lógicamente vayan a introducirse alteraciones menores—, y las exigencias de recursos propios resultantes no van a plantear, en general, excesivos problemas; de hecho, se rebaja el consumo de recursos propios en una serie de casos: Estado y administraciones centrales, valores, inmovilizaciones materiales (lo que lleva a la conveniencia de limitarlas al 70 por 100 de sus recursos propios), grandes riesgos, etc., y en el caso de los límites al inmovilizado material y a las participaciones permanentes en entidades no financieras, conviene recordar que las reglas anteriores a 1985 (que las limitaban al 100 por 100 de los recursos propios) eran sanas, y cualquier gestor prudente debería establecer límites más estrictos. No obstante, hay algunos temas que quisiera mencionar.

El primero, los riesgos relacionados con la *cartera de negociación*, lo trataré más adelante en el contexto del riesgo de tipo de interés. El segundo, de especial interés para estas jornadas, es el tratamiento de los *riesgos interbancarios*.

A efectos del riesgo de crédito, la nueva normativa les atribuye una ponderación del 20 por 100, es decir, los considera en general activos de bajo riesgo. A efectos del riesgo de concentración, y siempre sobre base consolidada, sólo computa como gran riesgo la mitad de la inversión, siempre que sean colocaciones a menos de un año en activos diferentes de los considerados recursos propios.

Se trata, por tanto, de una regulación generosa que, junto a la ventaja de no distorsionar los mercados interbancarios, plantea, en el ámbito de la gestión interna, la plena vigencia del principio de selección rigurosa de la contrapartida si se quiere evitar la posibilidad de sorpresas desagradables que están en la mente de todos.

El tercer tema —y, con mucho, el más importante— es el de recordar los *límites* dentro de los cuales resulta válida cualquier norma de supervisión que pretenda afrontar el riesgo de crédito estableciendo límites mínimos a los recursos propios. Cualesquiera que sean las exigencias planteadas, que no lleguen a imposibilitar la actuación de una entidad o grupo, únicamente pueden servir para hacer frente a imprevistos, es decir, a las contin-

gencias que inevitablemente se plantean a partir de un balance saneado y diversificado, y con una gestión eficiente ajustada a los principios de la más estricta prudencia.

Sé que no estoy diciendo nada nuevo; sin embargo, en una coyuntura como la actual, puede ser útil recordar lo obvio, y en el caso de que fuera necesario —espero que no—, ahuyentar cualquier tentación de intentar que una eventual inflexión del negocio no se refleje adecuadamente en los resultados o, lo que sería peor, aliente la búsqueda de beneficios alternativos mediante operativas poco ortodoxas. Puedo asegurar que los Servicios de Inspección del Banco de España van a extremar al máximo su celo, de hecho ya lo están haciendo, en la evaluación tanto de la prudencia en la gestión como de la veracidad de los estados contables.

Pasando al *riesgo de tipo de cambio*, la futura normativa fijará los principios básicos para su supervisión, dejando que el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, desarrolle una regulación que, por su elevado contenido técnico, no tiene cabida en un real decreto.

Todavía no han sido decididas las líneas de este desarrollo, para el que el real decreto plantea una *doble alternativa*. La primera es calcular la posición global en divisas, a partir de la cual se establece un consumo adicional de recursos propios del 8 por 100 como mínimo, salvo que se autoricen compensaciones entre posiciones mantenidas en monedas estrechamente relacionadas. La segunda alternativa consiste en establecer los requerimientos de recursos propios mediante el cálculo de las pérdidas que puedan originar las posiciones en divisas mantenidas, teniendo en cuenta la variabilidad observada en los diferentes tipos de cambio.

Con independencia de la alternativa que se elija y de las exigencias de recursos propios que de ella se deriven, quiero adelantarles que los Servicios de Inspección del Banco de España están perfilando su propio procedimiento de evaluación del riesgo de tipo de cambio con una finalidad exclusivamente supervisora, ya que lo establecido en la directiva comunitaria sobre adecuación de capital es bastante insatisfactorio, y no parece lógico dejar que las entidades operen en función de una medida incorrecta del riesgo de cambio.

En relación con ello, el Banco de España seguirá estableciendo límites a las posiciones de divisas que sean graduables en función del tipo de negocio y de la capacidad de la entidad para vigilar y gestionar el riesgo de tipo de cambio. La medición de estos límites tendrá probablemente en cuenta la variabilidad de las distintas monedas y las correlaciones entre las variaciones relativas a los tipos de cambio.

En cuanto al *riesgo de tipo de interés o de mercado*, éste es, como ustedes saben, el riesgo en el que menos se ha avanzado a la hora de establecer normas precautorias tanto a nivel nacional como internacional.

La razón básica de este *retraso* es fácil de adivinar: nunca el riesgo de tipo de interés, por sí solo, ha llevado a la quiebra a una entidad saneada. Y, lógicamente, las quiebras constituyen la fundamental preocupación de las autoridades supervisoras. La fundamental, pero no la única; de ahí los diversos acercamientos al control de este riesgo por el Comité de Basilea, las autoridades comunitarias y el propio Banco de España.

Son varias las razones por las que este riesgo preocupa a los supervisores. Entre ellas mencionaré, en primer lugar, la fuerte incidencia que puede llegar a tener en las *cuentas de resultados*. Creo que experiencias muy recientes, en particular relativas a las carteras de deuda, ahorran cualquier explicación.

La segunda razón es que, regulados los riesgos de crédito y los cambiarios, dejar libre de todo control supervisor el riesgo de mercado constituiría una *prima* a favor de la búsqueda de beneficios mediante la adopción de posicionamientos excesivamente abiertos. No hace mucho, el *Boletín de la Reserva Federal* estadounidense apuntaba que la búsqueda de posicionamientos largos era la principal causa de que los valores nacidos de la titulación hipotecaria hubieran pasado de representar menos del 17 por 100 de las carteras y menos del 35 por 100 de los activos de la banca comercial en 1988 al 35 y 65 por 100, respectivamente, en 1991.

En tercer lugar, la tendencia, que antes citaba, a que la *transformación de créditos en valores* continúe creciendo plantea para el futuro un peso cada vez mayor en los balances bancarios de activos altamente sensibles a variaciones de los tipos de interés.

Pese a estas consideraciones, lo cierto es que, en relación a las entidades bancarias, se ha avanzado escasamente en el establecimiento de controles objetivos o de procedimientos sistemáticos para el *seguimiento externo* del riesgo de mercado. Repasando las *prácticas* de los servicios de Inspección Bancaria de los diversos países, lo más común es que, a partir de una formulación general sobre la necesidad de controlar internamente este riesgo, en las visitas de inspección se proceda a comprobar la calidad de los sistemas internos de información, seguimiento, control y toma de decisiones en este campo, poniendo de manifiesto los fallos y carencias observados, y requiriendo, en

casos extremos, la adopción de planes concretos, bien para reducir posicionamientos excesivamente abiertos o bien para reestructurar los sistemas internos de control y gestión de este riesgo.

En la futura normativa, no se avanza mucho más. El acercamiento al control del riesgo de mercado viene de la mano de la *Directiva de Adecuación de Capital*, lo que lleva a que no se contemplan los balances bancarios en su conjunto, sino sólo una de sus partes: los valores incluidos en la *cartera de negociación*, que, cuando lo establezca el Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación, el Banco de España, pueden ser objeto de un tratamiento diferente al resto del balance, siempre que su importe supere los 2.000 millones de pesetas o el 5 por 100 del balance.

Para esta cartera, se define el *riesgo de posición* como la suma de dos clases de riesgos: el *general*, que es un riesgo de mercado, y el *específico*, que es un riesgo de crédito. Además, se da un tratamiento diferente a la *renta fija* y a la *variable*.

Comenzando por esta última, cada entidad o grupo debe calcular diariamente, para cada valor e instrumento derivado de él, sus posiciones netas, cortas y largas. La suma de ambas se denomina posición global bruta, y la diferencia, posición global neta. El consumo de recursos propios por el riesgo específico (de crédito) no podrá ser inferior al 4 por 100 de la posición global bruta, salvo que el Ministerio o el Banco de España listen emisores a los que se aplique un porcentaje inferior, que tiene su límite en el 2 por 100. Los recursos propios necesarios en función del riesgo general (de mercado) no serán inferiores al 8 por 100 de la posición global neta.

Para la renta fija, el riesgo específico (de crédito) estará sometido a las normas aplicables al resto del activo, salvo que se haga uso de la posibilidad de listar emisores, mientras que para el riesgo general (de mercado) se deja en manos de futuras normas de menor rango (orden ministerial o circular del Banco de España) decidir la metodología más adecuada para, eventualmente, establecer requerimientos mínimos de recursos propios.

Pese a esta autorización, no parece realista que, al menos a corto plazo, se haga uso de ella, al menos en lo que a las entidades sometidas a supervisión del Banco de España se refiere.

La razón es obvia: salvo casos excepcionales, que no se dan entre nosotros, la cartera de negociación representa una fracción relativamente pequeña de los balances bancarios. La existencia en ella de posiciones abiertas, cortas o largas, es, por

tanto, escasamente significativa a efectos de supervisión, ya que, en su conjunto, el balance de la entidad puede presentar una sensibilidad totalmente diferente ante variaciones de los tipos de interés. Finalmente, conviene efectuar algunos estudios y ejercicios numéricos previos.

Dejando al margen, de momento, la posibilidad de que se fijen requerimientos de recursos propios como consecuencia del riesgo de mercado, ¿cuáles van a ser las líneas de actuación de las autoridades supervisoras españolas en relación a los *riesgos de interés* del conjunto del balance?

Ante todo, la actitud va a ser *prudente*. En nuestro orden del día, no figura establecer ninguna exigencia de recursos propios a partir del conjunto del balance. Por ahora, ni siquiera cabe asegurar que su establecimiento sea un objetivo aconsejable, al menos mientras no existan exigencias internacionales al respecto. Nuestras metas, más modestas, van en una doble dirección.

En primer lugar, *conocer mejor* los procedimientos de gestión del riesgo de interés puestos en práctica por las entidades españolas y los resultados obtenidos. A este respecto, es preciso reconocer que en el Banco de España no hemos avanzado demasiado en los últimos años y que, por tanto, no estamos en condiciones de extraer conclusiones generales, adaptadas a nuestra realidad concreta, que puedan servir de guía a las entidades más rezagadas en el establecimiento de controles internos.

En segundo lugar, ir avanzando, en paralelo, hacia el establecimiento de procedimientos que nos permitan establecer *señales de alerta* para cuando una entidad asuma, en el conjunto de su balance, posiciones demasiado arriesgadas. A este respecto, nuestros estudios, que están todavía en fase preliminar, son coherentes con las recomendaciones del *Comité de Basilea* y con los tanteos que viene realizando la *Reserva Federal*.

Nos orientamos hacia un procedimiento que *responda a las necesidades supervisoras*, seguramente menos exigentes en cuanto a detalles que las necesidades de gestión interna. Que contemple el *balance —en sentido amplio— como un todo*, es decir, sin compartimentos estancos. Que sea flexible, en el sentido de que, al menos durante esta primera fase, nos permita trabajar con el máximo posible de hipótesis que haya que introducir en relación a diferentes saldos de dentro y de fuera del balance. Que sea *austero*, es decir, que permita un funcionamiento satisfactorio imponiendo a las entidades las menores obligaciones posibles. Finalmente, que permita obtener resultados suscep-

tibles de ser *cotejados* con los que las entidades manejen en su gestión interna.

Me estoy refiriendo, obviamente, a un *modelo simplificado, compatible* con distintos enfoques alternativos y que permita, por ejemplo, calcular la duración del activo y el pasivo y del neto patrimonial.

Para su puesta en práctica, una vez que los trabajos previos estén suficientemente avanzados, comenzaremos una fase experimental en la que iremos comparando los resultados de nuestro modelo con los que las entidades obtengan de su control interno. Durante toda esta primera fase, la remisión de información al Banco de España será voluntaria. A cambio de unos costes prácticamente nulos, dado que la información requerida será muy inferior a la ya manejada en muchos casos de control interno, las entidades colaboradoras recibirán, debidamente elaborada, información que les permita comparar sus posicionamientos con los mantenidos, a nivel agregado, por el sistema en su conjunto y por entidades de dimensión similar a la suya.

Sólo cuando la validez del modelo esté suficientemente verificada nos plantearemos la posibilidad de requerir, cada vez a más entidades, la información necesaria para su seguimiento. Todo ello, insisto, a efectos de supervisión externa, sin que en ningún caso prejuzgue una futura exigencia de recursos propios derivada del riesgo de mercado.

Finalmente, en cuanto al *riesgo de liquidez*, no existe ningún proyecto de establecer coeficientes, y preferimos descansar también en procedimientos como el referido para los tipos de interés, que pongan énfasis en la existencia de procedimientos adecuados de medición y gestión del riesgo de liquidez por las entidades y en sistemas muy simples de información que permitan un seguimiento por el Banco de España basado en señales de alerta.

Los procedimientos de medición y gestión del riesgo deben partir de la medición de los flujos de caja y de las necesidades de financiación en horizontes no muy dilatados, ordenados por plazos y que calculen los desfases existentes. Las entidades deberán contar con planes apropiados para hacer frente a distintas contingencias —situación normal, crisis de la entidad o del sistema— y unas reglas de decisión adecuadas.

La inspección deberá juzgar lo razonable de los supuestos, la existencia de procedimientos de control internos y de decisión adecuados y el realismo de los planes de emergencia.

El estado T9 de la Circular contable 4/1991, de cumplimiento obligado a partir de enero, que contiene información sobre plazos residuales y los datos disponibles sobre mercados monetarios y de deuda, permitirá un seguimiento adecuado —al menos en una fase experimental— por la inspección de las entidades de crédito.

ESPECIALIZACION PRODUCTIVA Y RESULTADOS DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS (1986-1991)

Rafael DOMENECH, Francisco PEREZ y Javier QUESADA

I. INTRODUCCION

Durante los últimos años ochenta se completó el cambio en el marco regulador del sistema bancario español. Las modificaciones en el mismo tenían especial relevancia para las cajas de ahorros, que pasaban a configurarse como empresas enfrentadas con las exigencias de la competencia en todos los mercados, apenas distinguibles en lo financiero de los bancos privados. El objetivo de este trabajo es analizar algunos perfiles de la adaptación realizada por el conjunto de las cajas de ahorros españolas a ese nuevo entorno, identificando el papel desempeñado por los factores externos a ellas y el que corresponde a las decisiones de especialización productiva de las entidades. En ambos casos, el trabajo persigue evaluar su impacto sobre la cuenta de resultados.

El período de referencia considerado va desde 1986 a 1991. Al principio de este período, si bien ya se habían acumulado importantes reformas del sistema bancario español, todavía permanecían regulaciones que significaban importantes limitaciones para el manejo de determinados instrumentos en las decisiones estratégicas más relevantes de las entidades. Algunas se referían a la asignación de recursos (coeficientes de inversión y elevado coeficiente de caja) y otras a los tipos de interés y a las condiciones de presencia en los distintos mercados locales, es decir, a la apertura de oficinas. En 1991, los cambios de circunstancias habían sido notables en todos los sentidos, las regulaciones se habían modificado, tendiendo a reducirse, y las entidades habían reaccionado a ellos de forma diferenciada, demostrando que, en efecto, se trataba de elementos significativos para la definición de sus estrategias (véase Anexo 1).

El año 1987 es relevante en el proceso seguido por las cajas por dos razones muy distintas: se produjo la primera renovación de órganos de gobierno de las cajas derivada de la LORCA (1985) y se completó el proceso de liberalización de tipos

de interés iniciado bastantes años antes. Estos cambios pueden considerarse importantes porque con ellos las señales de que el entorno iba a ser cada vez más competitivo eran ya muy claras y debían ser consideradas como un dato de referencia fundamental por los nuevos órganos de gobierno de las cajas. Esto no significaba el fin de las regulaciones ni tampoco el final de las diferencias entre bancos y cajas. Así, en paralelo a dicha liberalización, ese mismo año, el Banco de España comenzó a presionar a las entidades bancarias con requisitos prudenciales más exigentes, en particular con un creciente coeficiente de recursos propios. Esta es la regulación que tiende a reforzarse en estos años, y la posición de las cajas en relación con ella se mostró más débil como consecuencia de las limitaciones para captar capitales propios derivadas de su peculiaridad institucional.

El otro año de referencia con significado destacable es 1989. En él se produce la primera *guerra del pasivo*. Un ejemplo de competencia en precios que, aunque permitida por el regulador desde 1987, no se había desatado todavía. Por lo que se refiere al activo, se toman medidas adicionales de reducción del coeficiente de inversión, estableciéndose un calendario que lo reducirá desde el 11 por 100 vigente en esa fecha hasta su eliminación a finales de 1992. Pero además, en dicho año se suprimen las restricciones a la expansión territorial de las cajas fuera de su ámbito territorial de actuación, lo que homogeneiza adicionalmente su situación con los bancos de cara a la definición de sus estrategias de presencia en los mercados a medio plazo.

En el año 1990 se daría también un paso importante en el proceso de desregulación; en este caso, por lo que se refiere a la libertad de asignación de recursos: la reducción del coeficiente de caja desde el 17 hasta el 5 por 100. Aunque los fondos liberados quedaban temporalmente retenidos, el menor coeficiente reducía el coste efectivo de los nuevos depósitos captados y tuvo que ver con la intensificación de la competencia en el pasivo.

Estos acontecimientos pueden ser considerados los *hechos estilizados* del final de la transición del sistema bancario español desde un régimen de estricta regulación hasta un régimen de mercado, en el que las regulaciones que permanecen —y se intensifican— afectan sobre todo a los requerimientos de solvencia de las entidades. En este nuevo contexto, los ámbitos de decisión de las empresas bancarias se amplían notablemente, lo cual tiene consecuencias sobre los resultados de las propias entidades y sobre el proceso de creación y control de la oferta monetaria (1). Este trabajo se centra en explorar el primero de los problemas, es decir, la evolución de la cuenta de resultados de las cajas de ahorros durante el período 1986-1991, a la luz de los cambios mencionados en el entorno y de las decisiones adoptadas por las entidades. El objetivo concreto del análisis es evaluar cómo han influido en los resultados de las cajas de ahorros los cambios externos a cada una de las empresas y las decisiones de éstas referidas a aquellas variables que controlan. Es necesario advertir que los resultados han de ser interpretados con cautela, porque no ha transcurrido un número de años suficiente desde que los cambios se produjeron como para descartar que nos encontremos todavía en pleno proceso de transición. A pesar de ello, el enfoque adoptado puede ser útil para identificar las dimensiones del problema analizado, las variables implicadas en él y el control que sobre ellas poseen las entidades.

En el apartado II se presenta el modelo del que se parte en el análisis. El apartado III describe el comportamiento de las variables consideradas relevantes. En el apartado IV se lleva a cabo el análisis econométrico de los determinantes de la rentabilidad; y el V está dedicado a las conclusiones.

II. LOS OBJETIVOS DE LAS CAJAS DURANTE EL PERIODO

El conjunto de cambios a los que nos hemos referido en la introducción ha planteado a las cajas de ahorros españolas la necesidad de definir una estrategia de adaptación al nuevo entorno. Como ya se ha comentado, la eliminación de algunas regulaciones significaba enfrentar a las empresas bancarias con la posibilidad de que sus decisiones de especialización productiva (estructura de balance) y precios (tipos de interés y comisiones) fueran mucho más relevantes. Asimismo, en el caso particular de las cajas de ahorros, se había definido con nitidez la exigencia de asumir su condición de empresas financieras adaptadas a una competencia indiferenciada con la banca.

No obstante, el punto de partida también es-

tablecía condicionantes para las nuevas estrategias competitivas y las regulaciones prudenciales imponían durante todo el período condiciones muy exigentes a las cajas de ahorros. Asimismo, las peculiaridades institucionales de las cajas seguían siendo relevantes para la definición de sus objetivos.

Teniendo en cuenta este conjunto de elementos, nos hemos planteado el análisis del comportamiento de las cajas de ahorros durante el período 1986-1991 como un problema doble: *a)* de identificación de las variables definitorias de su estrategia, y *b)* de los condicionantes externos de sus resultados.

Consideremos, en primer lugar, una cuestión básica: identificar cuál es el objetivo de las cajas como empresas. Supondremos que su peculiaridad institucional inclina a los responsables de las entidades (directivos y órganos de gobierno) a perseguir como objetivo la maximización del tamaño antes que a maximizar la tasa de beneficio sobre los recursos propios utilizados (2). Si se identifica el tamaño de la empresa con el balance, este objetivo coincide con el indicador más comúnmente utilizado en el pasado para ordenar a las entidades en la presentación de los resultados anuales, si bien recientemente se observa una creciente atención a las variables que están más inequívocamente relacionadas con la eficiencia.

Consideremos, en segundo lugar, que el condicionante básico a las decisiones de las empresas sobre el tamaño ha sido crecer de manera que no se incumpliera el coeficiente de recursos propios establecido por el Banco de España para cada ejercicio. Esta restricción ha sido realmente operativa para muchas entidades, pues su principal vía para aumentar dichos recursos eran los propios resultados del ejercicio. Las limitaciones al crecimiento que esta circunstancia imponía han impulsado un buen número de fusiones de cajas como una forma de poder aflorar revalorizaciones de activos sin soportar costes fiscales.

Formalmente, el comportamiento descrito de las entidades podría considerarse como un proceso de maximización del tamaño del balance (A), condicionado al cumplimiento del coeficiente de solvencia vigente (α), es decir:

$$\begin{aligned} \text{Max } A_t &= K_t + D_t \\ \text{s. a.:} \quad & \alpha_t \leq K_t/A_t \end{aligned}$$

en donde K son los recursos propios y D los recursos ajenos, fundamentalmente depósitos.

Si tenemos en cuenta que, como se ha señalado, los capitales propios dependen casi exclusivamente de los beneficios del período anterior, podemos escribir:

$$K_t = K_{t-1} + B_t$$

$$\frac{K_{t-1} + B_t}{A_t} = \frac{K_{t-1} + ROA_t A_t}{A_t} \geq u_t$$

donde *ROA* (*return on assets*) es la tasa de beneficio en términos de balance medio. Así pues, la regulación sobre los recursos propios impone al objetivo de crecimiento un límite superior, que depende negativamente de la exigencia del coeficiente de solvencia y positivamente de la tasa de beneficios y del nivel de capitalización de partida:

$$\text{Max } A_t \leq \frac{K_{t-1} + ROA_t A_t}{u_t}$$

De las variables que intervienen en la expresión anterior, la caja sólo puede influir en cada ejercicio sobre el valor de *ROA*. Las restantes son resultado del pasado o exigencias del regulador. Así pues, la maximización de la rentabilidad sobre activos puede ser considerada un objetivo intermedio que sirve al objetivo último de maximizar el tamaño del balance. Los valores de *ROA* son el resultado de las condiciones de la competencia y de las decisiones estratégicas de cada empresa en relación con su entorno.

Por lo que se refiere a las condiciones de la competencia, la intensidad de ésta influirá en los resultados de todas las entidades. Ello será un resultado tanto de la situación general de la economía y los ritmos de crecimiento de los mercados bancarios de activo y pasivo, que afectarán a los tipos de interés de las distintas operaciones, como del grado de rivalidad entre las empresas del sector. Con el fin de proponer una modelización simple de esta influencia del entorno, consideraremos que las entidades captan recursos ajenos con un coste que depende negativamente del ritmo de expansión de la oferta de ahorro y positivamente del coste de oportunidad que para los ahorradores tiene la adquisición de pasivos de las cajas. Una vez captados los fondos, las entidades los colocan transformados en operaciones activas, dependiendo la rentabilidad de éstas de forma inversa del ritmo de crecimiento del crédito. Lo que se anticipa es que, para el conjunto del sector, una elevación del coste de oportunidad en la captación del pasivo endurece la competencia y reduce la rentabilidad. Por su parte, la expansión de la oferta de ahorro reduce costes y aumenta la rentabilidad, pero colocar un mayor volumen de recursos captados obliga a aceptar una menor rentabilidad de las operaciones crediticias. Se debería asimismo comprobar si, además de estos efectos —que equivalen a suponer curvas de demanda de financiación decrecientes y de oferta crecientes a nivel agregado—, se produce también alguna evidencia a escala de empresa de que el volumen de negocio influye en los

resultados, justificando alguna curvatura determinada de la oferta o la demanda individuales.

Siguiendo estos criterios, consideraremos que *ROA* es función de las siguientes *variables de entorno*:

- IB*: Tipo de interés de las operaciones pasivas de la banca privada a plazo comprendido entre uno y dos años, como indicador del coste de oportunidad en sustitutos próximos de los pasivos de las cajas.
- D_E*: Evolución de los depósitos captados por las cajas de ahorros, como indicador del ritmo al que se expande la oferta de ahorro para las entidades en España (*E*).
- CR_E*: Evolución del crédito concedido por las cajas de ahorros, como indicador del ritmo al que se expande el mercado de activo.
- CR_a / CR_E*: La cuota de los mercados de crédito de la comunidad autónoma (*a*) en el conjunto español (*E*), como indicador de la dinámica de los mercados bancarios de activos en la región en la que actúa especialmente cada caja de ahorros.
- D_a / D_E*: La cuota de los mercados de depósito de la comunidad autónoma (*a*) en el conjunto español (*E*), como indicador de la dinámica de los mercados bancarios de pasivo en la región en la que actúa especialmente cada caja de ahorros.

Las *variables que controla la empresa* para perseguir la maximización de *ROA* son, básicamente, de cinco tipos: *a*) decisiones de especialización productiva, que se reflejarán en la estructura del balance y en la importancia de las operaciones que no tienen reflejo en él; *b*) política de precios, tanto de tipo de interés como de comisiones; *c*) política comercial y de servicios, en especial las decisiones referidas a la red de oficinas, que tienen grandes repercusiones sobre los costes; *d*) mejoras de eficiencia productiva, basadas en la calidad de la organización y la gestión, que se derivan de la experiencia y los equipos humanos de la empresa, y *e*) tamaño. No es éste el lugar para proponer una modelización completa de las relaciones entre estos instrumentos de las empresas bancarias para la maximización del beneficio (3). Para nuestro propósito de analizar la evidencia empírica reciente será suficiente identificar las variables que pueden representar a los diferentes factores que influyen sobre el *ROA* de cada empresa en un modelo en forma reducida.

Para ello, consideraremos las siguientes variables:

- A_i / A*: Los coeficientes de estructura del activo, definidos como el porcentaje que la actividad asociada al activo (*i*) representa en el balance de la entidad y considerados como indicadores de la especialización productiva de la empresa en las operaciones del tipo *i*.
- D_i / D*: Los coeficientes de estructura del pasivo, definidos como el porcentaje que la actividad

asociada al pasivo (j) representa en el balance de la entidad y considerados como indicadores de la especialización productiva en las operaciones del tipo j .

<i>CS / PF:</i>	Importancia de las comisiones cobradas sobre los ingresos por productos financieros, como indicador de la política de precios de la entidad.
<i>A / OFIC:</i>	El tamaño de las oficinas, como indicador de la política comercial de la empresa.
Δ <i>OFIC / OFIC:</i>	La tasa de crecimiento del número de oficinas, como índice de los cambios en la política de redes comerciales.
<i>EFIC:</i>	El nivel alcanzado por la empresa respecto a la frontera de eficiencia observada en el conjunto de las cajas de ahorros.
<i>A:</i>	El tamaño del balance, como indicador del tamaño de la entidad.
<i>F:</i>	Las fusiones, variable ficticia para captar el papel de las fusiones tanto en la consecución de los objetivos de dimensión como para solucionar los problemas de recursos propios.

III. EL COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES

La descripción de las variables consideradas constituye una primera fuente de reflexiones sobre el problema analizado, permitiendo observar si a lo largo del período de referencia se producen comportamientos definidos de las mismas. El gráfico 1 representa la evolución de *ROA* para las cajas de ahorros, así como para los bancos privados y el conjunto del sistema bancario español. Los perfiles de las series de bancos y cajas son muy diferentes. Los bancos, partiendo de un nivel más bajo como consecuencia de la crisis de los primeros años ochenta, han mejorado sensiblemente su posición y se sitúan desde 1988 claramente por encima de las cajas. La primera hipótesis que se deriva de esta observación es que la banca privada esté adaptándose más rápidamente a las nuevas condiciones de la competencia; sería, no obstante, conveniente comprobar si las actividades más arriesgadas de la banca no se resienten también con más intensidad como consecuencia de los episodios recesivos como los que estamos viviendo estos meses.

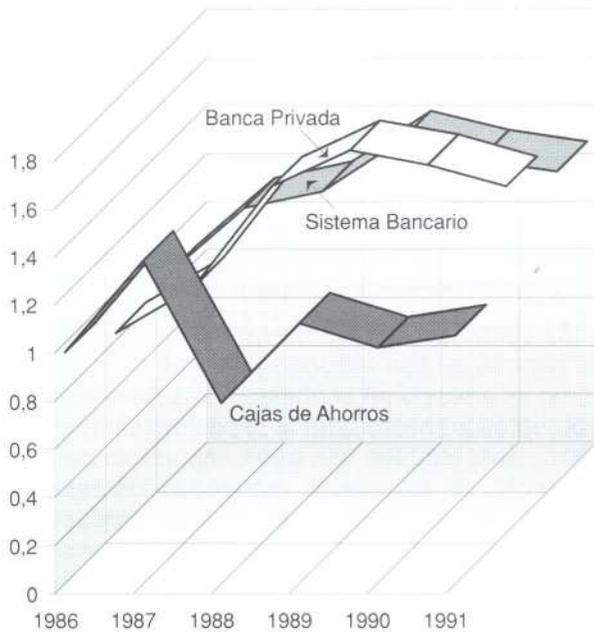
El gráfico 2 presenta la evolución del margen financiero o de intermediación, que puede ser también un indicador de la evolución de la intensidad de la competencia. Su reducción es clara desde 1988 hasta la actualidad para el conjunto del sector bancario y notable en el caso de las cajas de ahorros, confirmando la impresión de que en los últimos años la competencia se ha intensificado. Este resultado sería el esperado de la evolución de las

magnitudes representadas en los gráficos 3 y 4. En el primero de ellos se presenta la evolución de los tipos de interés de los pasivos de la banca privada que consideramos representativos del coste de oportunidad para los ahorradores que adquieren pasivos de las cajas. En el gráfico 4 se presenta la evolución de los depósitos y los créditos del conjunto de las cajas, y la expansión algo más fuerte de estos últimos sugiere también reducciones del margen financiero. Una cuestión a analizar es por qué el estrechamiento de márgenes no se ha traducido con la misma intensidad en una reducción de *ROA*. Evidentemente, la explicación se encuentra en el control de costes y la mejora en la eficiencia de las entidades, tarea en la que, como se verá, cada empresa bancaria ha conseguido resultados diferentes.

Las cajas de ahorros continúan teniendo concentrada su actividad en las áreas geográficas en las que tradicionalmente han actuado. Las diferentes dinámicas de los mercados bancarios de activo y pasivo en los mercados locales pueden ser, en este sentido, relevantes para la explicación de la competencia a la que se enfrentan las cajas. La información disponible sobre los mercados en el ámbito local es limitada; pero, por ejemplo, en un contexto de expansión generalizada de las actividades bancarias, las regiones españolas presentan diferencias significativas en el ritmo al que se expanden sus respectivos mercados. Así lo muestran los gráficos 5 y 6, que presentan la evolución de las cuotas de los mercados regionales en el total español. La variedad de casos existentes es notable, pues mientras algunas regiones ganan (o pierden) cuotas de mercado, tanto en créditos como en depósitos, en otras la evolución de activos y pasivos es diferente. Estas circunstancias pueden haber influido en las condiciones específicas en las que se ha desarrollado la competencia en los diferentes mercados locales, afectando a los márgenes y resultados de las entidades, razón por la cual serán analizados.

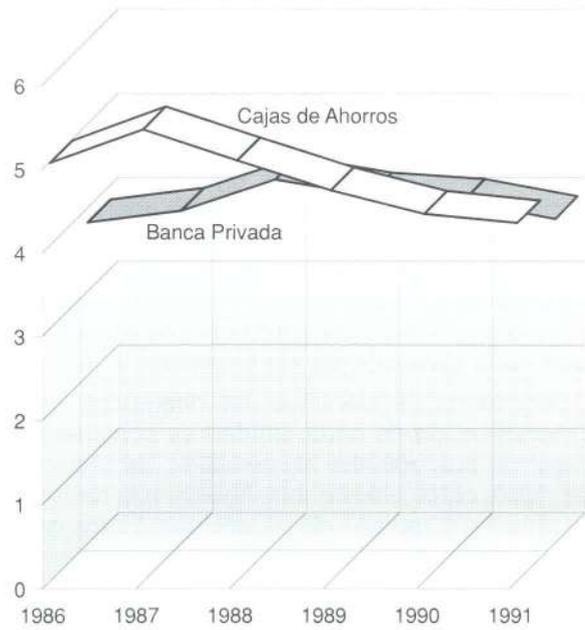
Por lo que se refiere a las variables que controla cada empresa, nos interesa describir, en primer lugar, la importancia de los cambios habidos en la especialización productiva de las cajas de ahorros. En el caso de la estructura del activo, para el conjunto de las cajas los cambios son notables a nivel agregado, observándose una clara tendencia a la reducción del peso de las operaciones de financiación del sector público, debido sobre todo al estancamiento en términos absolutos de las tenencias de valores a largo plazo. En paralelo, se produce una nítida expansión del peso de las operaciones de crédito a las economías domésticas y empresas no financieras residentes, mientras las carteras de valores privados también tienden a reducirse.

GRAFICO 1
RENTABILIDAD
SOBRE ACTIVOS MEDIOS



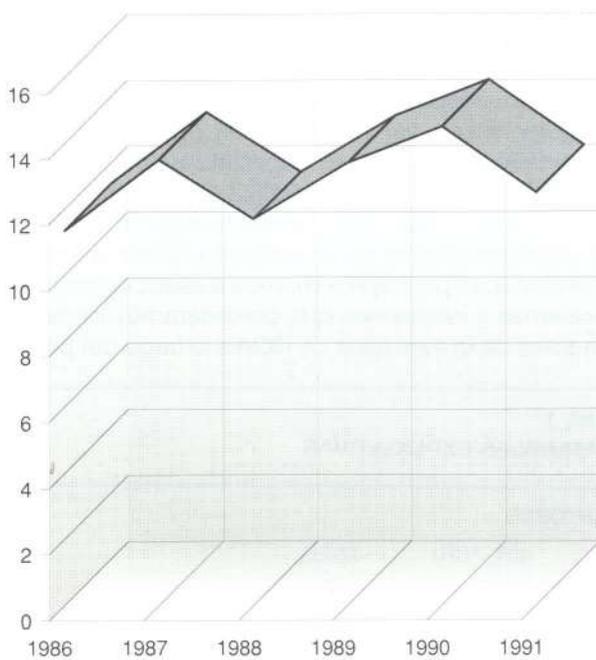
Banca Privada: Desde 1988 datos ajustados.
Fuente: Banco de España.

GRAFICO 2
MARGEN DE INTERMEDIACION
SOBRE ACTIVOS



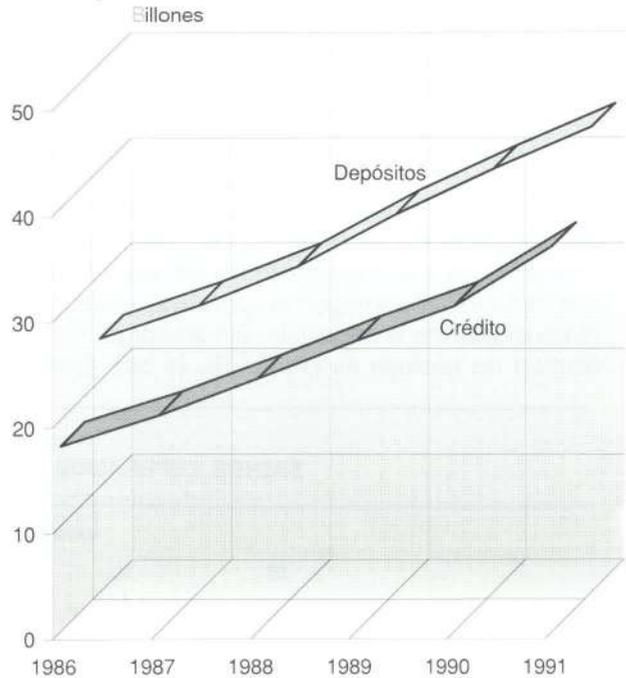
Banca Privada: Desde 1988 datos ajustados.
Fuente: Banco de España.

GRAFICO 3
TIPOS DE INTERES.
PASIVOS BANCA PRIVADA



Fuente: Banco de España.

GRAFICO 4
EVOLUCION DEL CREDITO
Y DE LOS DEPOSITOS
DEL SISTEMA BANCARIO



Fuente: Banco de España.

Por lo que se refiere al pasivo, lo más destacable es la pérdida de importancia de los recursos ajenos captados de las economías domésticas y empresas no financieras, y en particular de los depósitos. Por el contrario, se produce un claro aumento de las cesiones temporales de activos y también de los recursos propios.

Estos cambios son los más destacados a nivel agregado (véanse los cuadros núms. 2 y 3), pero en las distintas entidades la diversidad de situaciones es mucho más notable. En otros trabajos (4) se han propuesto tipologías de estrategias de las cajas basadas, total o parcialmente, en la especialización productiva que se deriva de la estructura del balance. En nuestro caso, el objetivo será identificar el papel de dichas estrategias de especialización en la evolución de los resultados obtenidos.

Otra forma de identificar las diferencias en la especialización de cada entidad es considerar el papel de sus políticas comerciales, de precios y servicios, estos últimos muy ligados a la densidad de la red y el tamaño de las oficinas. En los gráficos 7 y 8 se ofrece información sobre las diferencias entre entidades en este sentido, referida a la importancia de las comisiones en los ingresos de las entidades y al tamaño de sus oficinas. Salvo contadas excepciones, en pesetas de 1991, el tamaño medio de la oficina es mayor en 1991 que en 1986. Pero la intensidad de los cambios en las distintas entidades es muy diferente. Lo mismo puede decirse de las *ratios* representativas de las políticas de precios.

Es muy importante tener presente que los niveles de resultados de las empresas están también condicionados a su eficiencia productiva, además de depender de las otras circunstancias externas o de las decisiones de especialización ya comentadas. Con frecuencia, resulta muy complicada la identificación de las variables que representarían la calidad de la gestión y organización, el efecto de la experiencia en la producción de determinados servicios o el impacto sobre los resultados de una determinada imagen corporativa, entre otras dimensiones de la eficiencia. Sin embargo, esa dificultad no excluye su presencia, lo que justifica

hacer un esfuerzo por considerar de algún modo las posiciones relativas de las empresas en términos de eficiencia. Con ese fin se han construido las fronteras definidas por las entidades más eficientes en costes para tres tipos de especialización y para cada año, y se ha situado a cada una de las entidades respecto a ellas (5). Los perfiles de niveles de eficiencia que de ello resultan se recogen en los gráficos 9 y 10, mostrando el porcentaje de entidades del mercado, respectivamente, que tienen un nivel de eficiencia igual o menor que la entidad mejor representada en ordenadas por el nivel unitario. Como se puede advertir, existen diferencias de eficiencia en costes de hasta el 25 por 100 para los años en los que se realiza el análisis.

Por último, un número muy significativo de cajas de ahorros se han fusionado durante estos años, como se advierte en el Anexo 3. Las fusiones han sido un instrumento para la capitalización a corto plazo, pero también una pieza importante para el desarrollo de las nuevas estrategias de algunas cajas en tres frentes: la especialización productiva, la presencia comercial en los distintos mercados locales y la organización. Este conglomerado de razones complica la interpretación del significado de esta variable, que afecta también, de manera obvia, al tamaño de las entidades y debe ser explícitamente considerada.

IV. ANALISIS ECONOMETRICO

En el apartado II se presentó la hipótesis de que la evolución de la rentabilidad sobre activos de las cajas de ahorros españolas pudiera explicarse en función de los cambios en las condiciones del entorno (mercados, intensidad de la competencia y regulaciones), así como de las opciones de las entidades referidas a especialización, políticas comerciales de precios y eficiencia y tamaño. La información disponible permite analizar la significatividad estadística de un conjunto de variables seleccionadas para aproximarnos a esas condiciones externas y decisiones que consideramos determinantes de la evolución de *ROA* a lo largo del período.

CUADRO NUM. 1
SIGNOS ESPERADOS DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS

VARIABLES DE ENTORNO							
	IB	D_E	CR_E	CR_a / CR_E	D_a / D_E		
	-	+	-	-	+		
VARIABLES DE CONTROL							
A/A	D_i/D	CS/PF	$A/OFIC$	$\Delta OFIC / OFIC$	$EFIC$	A	F
?	?	+	+	?	+	?	+

GRAFICO 5
 DEPOSITOS TOTALES EN EL SISTEMA BANCARIO.
 DISTRIBUCION POR AUTONOMIAS
 (Porcentaje sobre el total nacional)

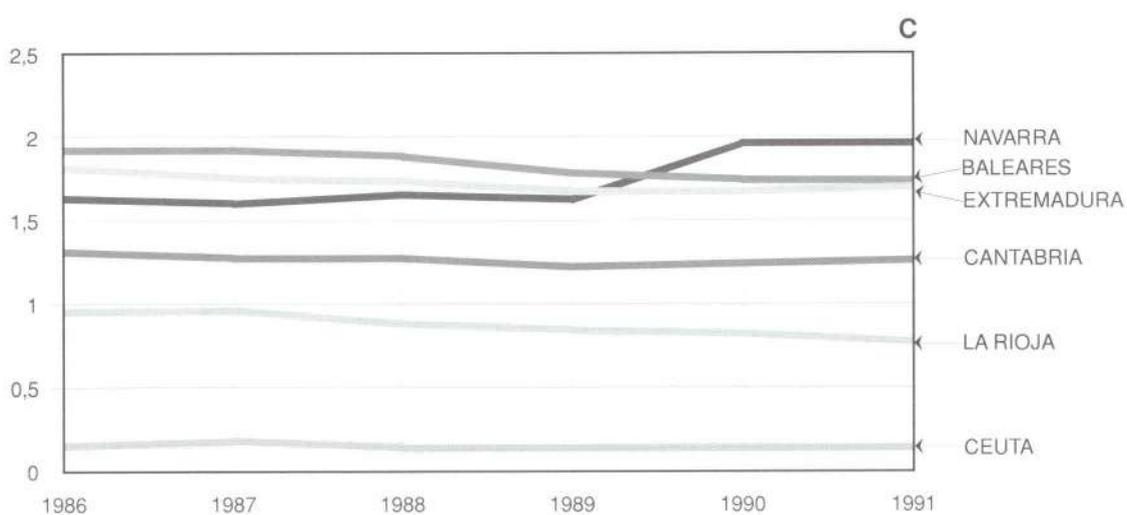
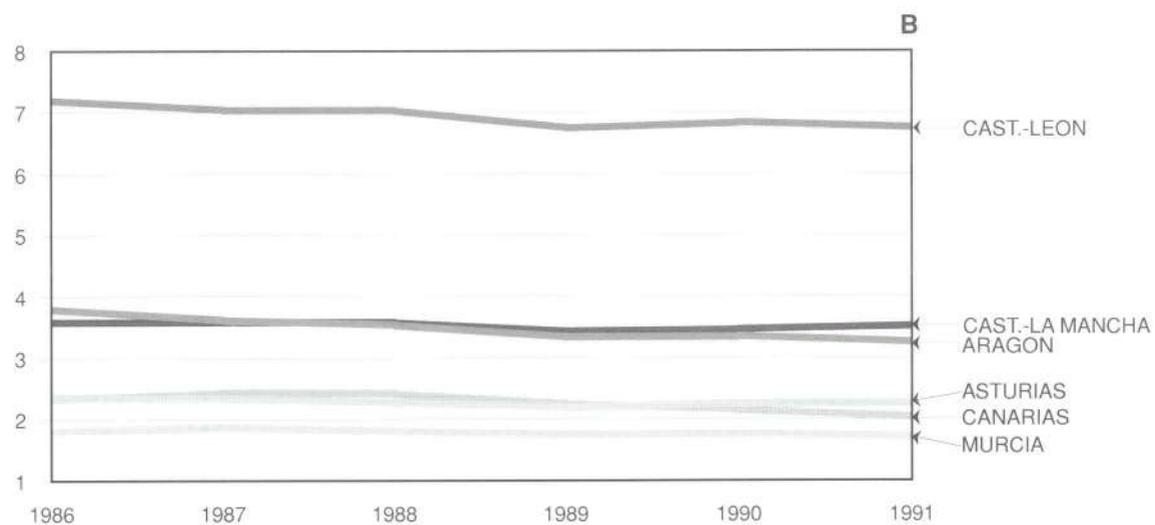
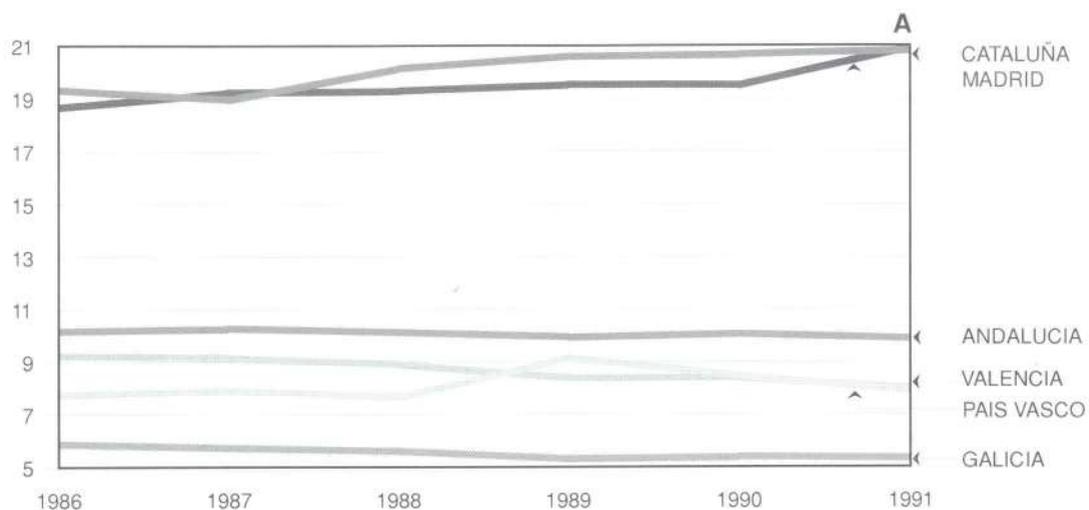
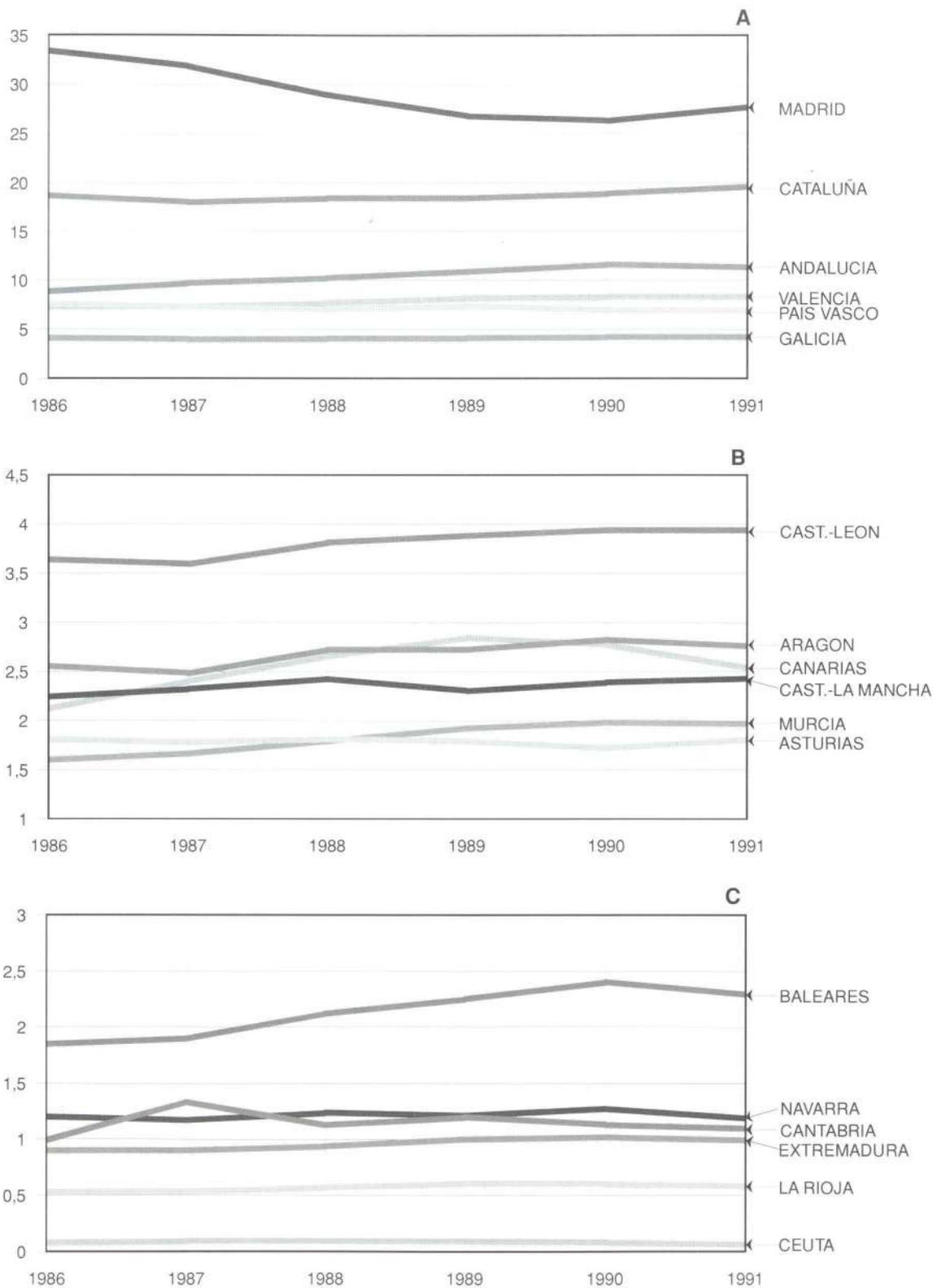


GRAFICO 6
CREDITOS TOTALES EN EL SISTEMA BANCARIO.
DISTRIBUCION POR AUTONOMIAS
 (Porcentaje sobre el total nacional)



do analizado. Este apartado está dedicado a dicho análisis econométrico, separándose en epígrafes distintos dos tipos de cuestiones: la presentación de las técnicas econométricas empleadas (que pueden ser obviadas por los no especialistas sin pérdida de información referida al argumento general desarrollado en el artículo) y la valoración del significado económico de los resultados de los modelos.

1. Modelización econométrica

La modelización econométrica se ha realizado tomando una muestra de 56 cajas de ahorros para el período 1986 a 1991 (véase el Anexo 3). Los resultados que se presentan en el cuadro núm. 4 corresponden a la estimación por mínimos cuadrados, aplicada al *pool* de datos, de una ecuación en la que se incluye, entre otras, la variable dependiente retardada:

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta X_{it} + v_{it} \quad [1]$$

La inclusión de esta variable se realiza como forma de captar la inercia en cada entidad, en su *ROA* correspondiente, de un año a otro. Las restantes variables (*X*) que se han incluido son las siguientes:

<i>RESERVAS:</i>	Porcentaje de reservas sobre el total de activos.
<i>CTASCTES:</i>	Porcentaje de cuentas corrientes sobre el total de activos.
<i>OTRCTAS:</i>	Porcentaje de los depósitos de acreedores mantenidos en el epígrafe de otras cuentas (por ejemplo, cesión temporal de efectos.)
<i>DEPPZO:</i>	Porcentaje de los depósitos de plazo sobre el total de activos.
<i>INVCREC:</i>	Porcentaje de las inversiones crediticias sobre el total de activos.
<i>RFIJA:</i>	Inversiones de la cartera de valores en títulos de renta fija sobre el total de activos.
<i>INTFIN:</i>	Porcentaje de préstamos a intermediarios financieros sobre activos.
<i>AOFIC:</i>	Tamaño medio de la oficina en términos de activos totales.
<i>EFIC:</i>	Medida de eficiencia relativa en costes (6).
<i>DFUSION:</i>	Variable ficticia. Toma el valor igual a la unidad si la entidad es resultado de fusiones en el período considerado y cero en caso contrario.
<i>TREND:</i>	Tendencia temporal.
<i>D89, D90 y D91:</i>	Variables ficticias. Toman valor igual a uno para las observaciones del año que representan y cero en los restantes.

CUADRO NUM. 2
EVOLUCION DE LA ESTRUCTURA DEL ACTIVO DE LAS CAJAS
(En porcentaje)

	Sistema crediticio	AAPP				Otros residentes						Sector exterior	
		Total	Créditos	Valores		Total	Créditos	Total	Valores		Renta variable		
				Corto plazo	Largo plazo				Total	Renta fija			
										Corto plazo			Largo plazo
1986	24,82	23,17	2,37	8,91	12,53	40,78	33,83	7,60	6,42	1,18	0,87		
1987	21,96	18,15	2,58	10,78	11,54	42,60	37,07	6,57	0,58	4,76	1,24	0,80	
1988	22,91	24,07	2,51	11,38	10,31	43,20	38,50	5,54	0,78	3,19	1,58	0,70	
1989	24,31	22,69	2,29	12,87	7,57	42,80	39,98	4,37	0,55	2,11	1,71	0,85	
1990	21,68	24,21	3,17	13,68	7,46	42,28	39,09	3,45	0,30	1,39	1,77	1,63	
1991	23,60	19,82	3,88	9,66	6,29	44,86	41,75	3,40	0,32	1,37	1,71	1,96	

Fuente: Banco de España. Porcentaje sobre balance medio.

CUADRO NUM. 3
EVOLUCION DE LA ESTRUCTURA DEL PASIVO DE LAS CAJAS
(En porcentaje)

	Sistema crediticio	AAPP	Otros sectores residentes					Sector exterior
			Total	Depósitos	Cesiones	Valores Total	Otros acreedores	
1986	4,83	3,90	76,92	62,99	2,39	5,56	5,98	1,90
1987	3,75	3,79	77,05	59,93	4,20	4,21	8,70	1,94
1988	3,53	3,95	76,67	57,26	7,66	2,84	8,91	2,08
1989	5,66	4,63	73,61	53,21	12,78	1,56	6,05	1,96
1990	5,91	4,20	72,11	54,33	12,79	0,99	3,99	2,75
1991	5,72	3,28	73,72	58,74	10,96	1,06	2,96	2,82

Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 4
ESTIMACION POR MINIMOS CUADRADOS.
POOL DE DATOS
(Período: 1987-1991. Variable dependiente: ROA)

Variable	Coefficiente	Error est.	T-ratio
CONSTANTE.	0,8894E-02	0,4376E-02	2,032215
RESERVAS ...	0,5763E-01	0,2199E-01	2,619861
TREND	-0,6463E-02	0,8098E-03	-7,981575
ROA-1	0,3330	0,5400E-01	6,166470
DFUSION9	-0,1462E-02	0,6089E-03	-2,402291
CTASCOTES ...	-0,1485E-01	0,6037E-02	-2,460929
EFIC	0,1601E-01	0,4491E-02	3,566036
OTRCTS	-0,1331E-01	0,4623E-02	-2,880457
INVCRED	-0,7335E-02	0,3681E-02	-1,992419
D89	0,1297E-01	0,1413E-02	9,181589
D90	0,1846E-01	0,2156E-02	8,562904
D91	0,2337E-01	0,2931E-02	7,971785
AOFIC	-0,1961E-05	0,6581E-06	-2,980195
RFIJA	0,3539E-01	0,1536E-01	2,304385
DEPPZO	-0,1197E-01	0,4354E-02	-2,749650

Observaciones: 280 Grados de libertad: 265
R²: 0,49787015 R² (adj.): 0,47134254
SRC: 0,40828583E-02

Es preciso advertir que se ha probado la inclusión de otro tipo de variables que reflejan la estructura del balance; sin embargo, no resultan ser estadísticamente significativas. Tampoco lo es la *ratio* entre comisiones y productos financieros (*CS/PF*), al igual que los porcentajes de los créditos y de los depósitos de cada comunidad autónoma (*CR_a/CR_E* y *D_a/D_E*, respectivamente). Respecto a la inclusión de otro tipo de variables comunes a todas las entidades, como las comentadas en los puntos anteriores como representativas de las condiciones de entorno, el tipo de interés ofrecido por los bancos privados para operaciones de pasivo entre uno y dos años resulta negativo y estadísticamente significativo, mientras que la evolución del crédito y de los depósitos bancarios para el conjunto de la economía resulta positivo. Sin embargo, los resultados mejoran considerablemente cuando en lugar de incluir estas dos variables se incluye una tendencia y variables ficticias temporales.

Disponer de una muestra con datos de corte transversal para varios años permite aplicar técnicas de datos de panel (7). De esta forma, es posible controlar por efectos individuales e invariantes en el tiempo, con los que se pretende tener en cuenta las características inobservables de cada entidad, que afectan a su *ROA* respectivo. La estimación de un modelo dinámico como el aquí planteado presenta el problema de que el estimador intra-grupos de los coeficientes está sesgado cuando la dimensión temporal del panel es pequeña, como ocurre en este caso. Por este motivo se ha procedido a estimar un modelo en diferencias (lo que permite eliminar el efecto individual) utilizando va-

riables instrumentales y el método de estimación propuesto por Arellano y Bond (1988). A partir del modelo descrito en la ecuación [1], la inclusión de un efecto individual μ_i da lugar al siguiente modelo dinámico:

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta X_{it} + \mu_i + v_{it} \quad [2]$$

Tomando diferencias:

$$\Delta ROA_{it} = \alpha \Delta ROA_{it-1} + \beta \Delta X_{it} + (v_{it} - v_{it-1}) \quad [3]$$

Los instrumentos válidos para la estimación de la ecuación [3] son:

Variable: ΔROA_{2t} Instrumento: ROA_{1t}
Variable: ΔROA_{3t} Instrumentos: ROA_{2t}, ROA_{1t}
:
Variable: ΔROA_{4t} Instrumentos: $ROA_{3t-1}, \dots, ROA_{2t}, ROA_{1t}$

Los resultados de la estimación de la ecuación [3], utilizando el método propuesto por Arellano y Bond (8), con un esquema autorregresivo de las perturbaciones y corrigiendo por la posible heterocedasticidad de éstas, aparecen en el cuadro número 5.

CUADRO NUM. 5
ESTIMACION POR VARIABLES INSTRUMENTALES.
PANEL DE DATOS
(Período: 1988-1991. Variable dependiente: ΔROA)

Variable	Coefficiente	Error est.	T-ratio
CONSTANTE ...	-0,006225	0,000692	-8,995487
$\Delta ROA(-1)$	0,232059	0,093945	2,470171
$\Delta RESERVAS$	-0,301658	0,111545	-2,704364
$\Delta DEPPZO$	-0,027518	0,008125	-3,386918
$\Delta CTASCOTES$	-0,040712	0,019547	-2,082775
$\Delta OTRCTS$	-0,041131	0,012911	-3,185784
$\Delta EFIC$	0,037893	0,016675	2,272392
$\Delta EFIC^2$	-0,026849	0,014735	-1,822103
$\Delta INTFIN$	-0,034227	0,011707	-2,923638
D89	0,011251	0,001417	7,940751
D90	0,007939	0,000974	8,149304
D91	0,005338	0,000976	5,468689

Observaciones: 224 Grados de libertad: 212

Test autocorrelación
de primer orden: -4,151 Nivel sign.: 0,00
(Ho : \nexists autocorrelación)
Test autocorrelación
de segundo orden: 1,220 Nivel sign.: 22,3%
(Ho : \nexists autocorrelación)
Test de Sargan sobre la validez
de los instrumentos: 4,97 Nivel sign.: 17,41%

2. Interpretación económica de los resultados

Los modelos seleccionados ofrecen un conjunto de resultados compatibles con lo esperado del esquema teórico y permiten precisar de qué forma

GRAFICO 7
RATIO COMISIONES/PRODUCTOS FINANCIEROS

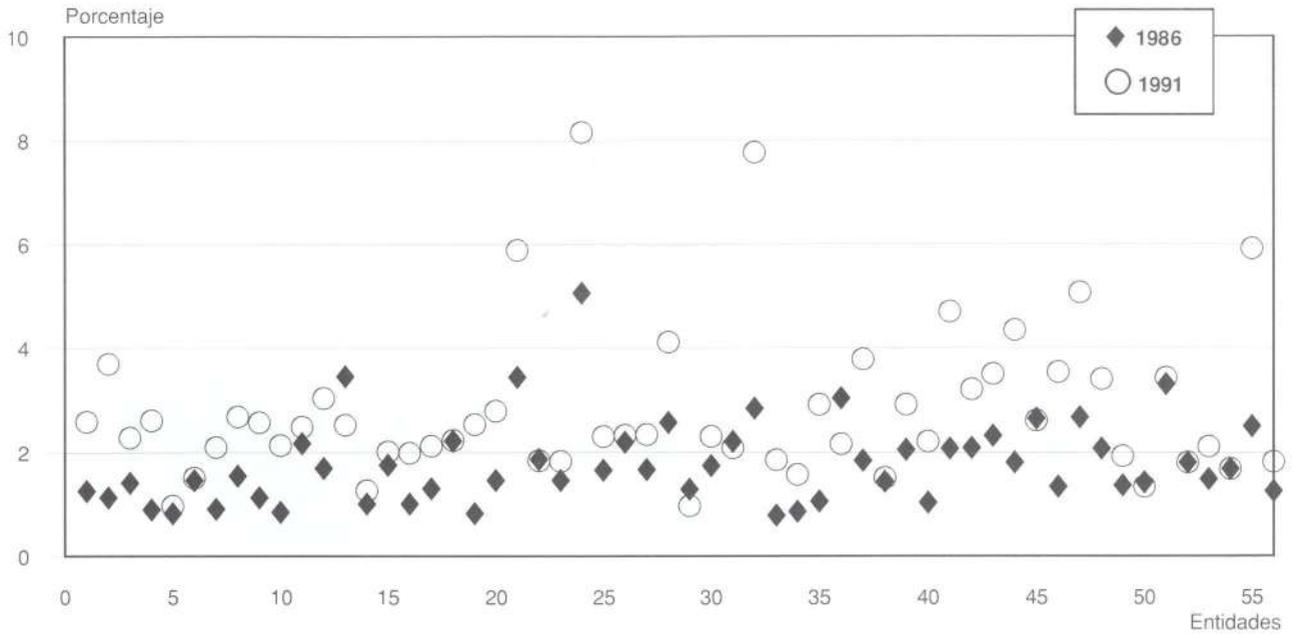
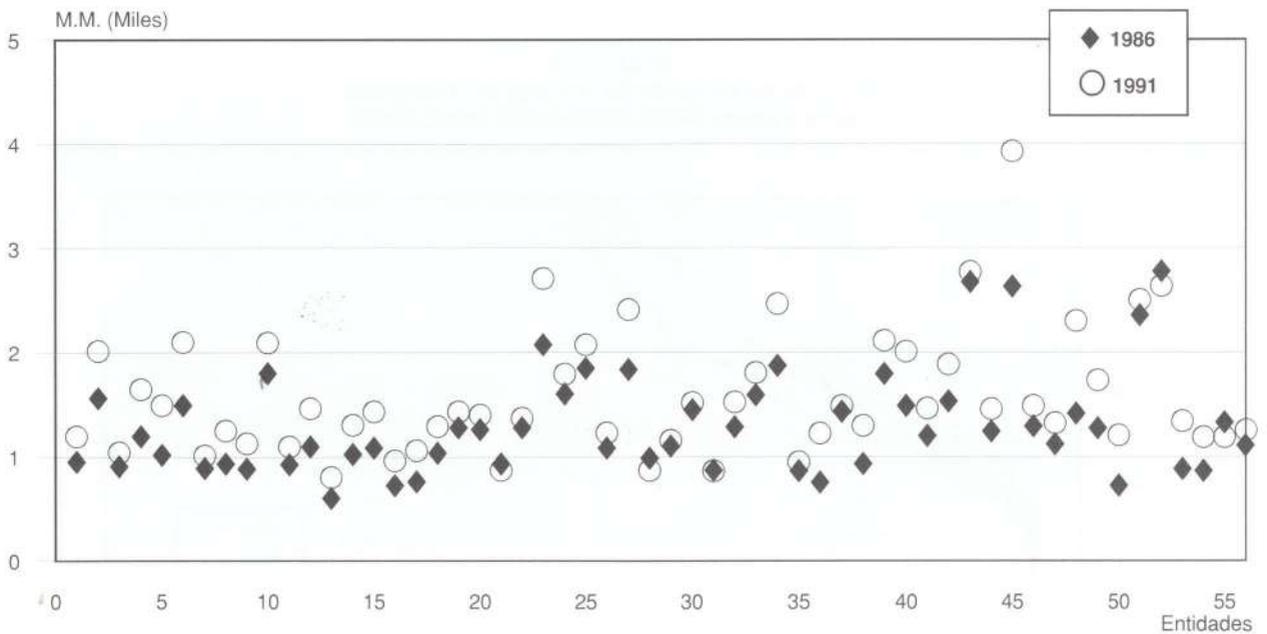


GRAFICO 8
ACTIVOS TOTALES POR OFICINA
(Pesetas constantes de 1991)



pueden haber operado los factores de entorno y los controlados por las cajas. Como se ha indicado en el apartado anterior, se estiman dos ecuaciones tratando los datos disponibles de dos modos alternativos. En el primer modelo se lleva a cabo un *pool* de datos de corte transversal y de datos en

serie temporal, con un número total de 280 observaciones. El segundo modelo trata la misma información utilizando el método de panel, que permite —en principio— determinar, además de los efectos que afectan a todas las cajas, los propios de cada una de ellas.

GRAFICO 9
EFICIENCIA EN COSTES. CAJAS DE AHORROS
ORDENACION NO PONDERADA DEL INDICADOR

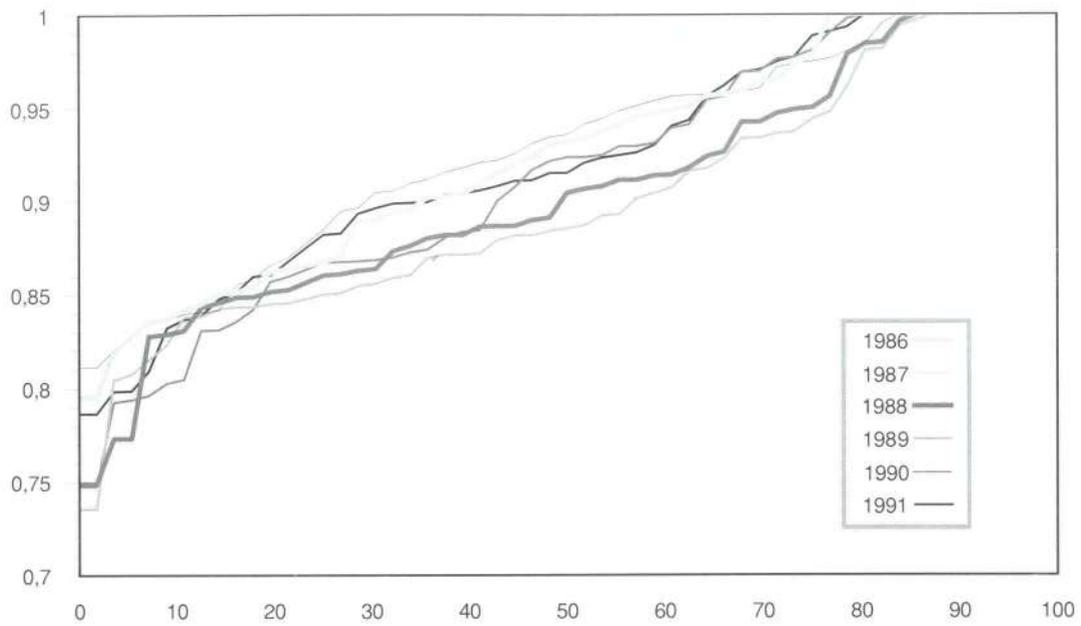
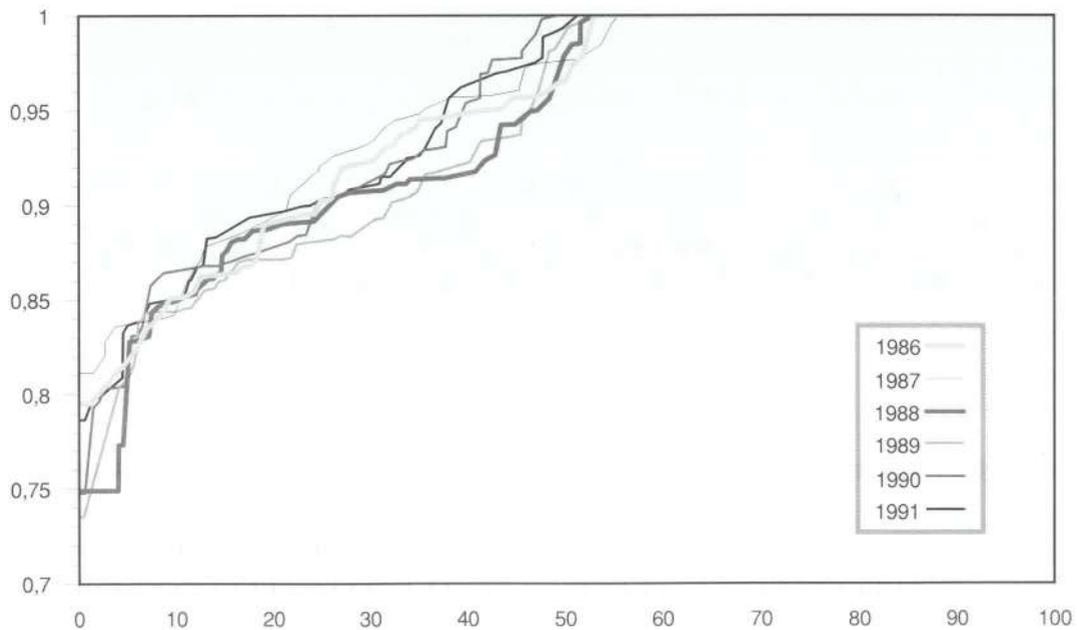


GRAFICO 10
EFICIENCIA EN COSTES. CAJAS DE AHORROS
ORDENACION PONDERADA DEL INDICADOR



En el primer modelo —cuyos resultados aparecen recogidos en el cuadro núm. 4—, por lo que se refiere a la influencia del entorno, conviene destacar que inicialmente fueron consideradas un conjunto de variables aproximativas de las mencionadas en el apartado III, siendo sustituidas más tarde por tendencias que mejoran sustancialmente el conjunto de la estimación. Entre aquellas variables aproximativas se mostraba significativa y con el signo esperado (negativo) el tipo de interés de las operaciones pasivas de la banca, indicando cómo la más intensa competencia ejercida por los pasivos bancarios, sustitutivos próximos de los pasivos de las cajas, eleva los costes financieros de éstas. En segundo lugar, también resultaba significativo el efecto de la evolución de los depósitos del conjunto del sector, indicándonos su signo (positivo) que la expansión de la oferta de ahorro tiene consecuencias favorables para la rentabilidad de las entidades.

La sustitución de las variables tipo de interés de la banca y evolución de los depósitos del conjunto del sector por una tendencia convencional (TREND) y tres variables *ficticias* (D89, D90, D91) mejora el resultado de la estimación, permitiendo identificar en qué medida la media de la variable explicada *ROA* se ve afectada en el transcurso del tiempo *para el conjunto de entidades*. Estas variables se muestran significativas, siendo su efecto conjunto positivo y obteniéndose la magnitud del impacto para cada uno de los períodos de la suma de los parámetros correspondientes.

Por el contrario, no han resultado significativos ni la evolución de los mercados de crédito ni las diferencias en los ritmos de expansión de los mercados a escala regional. En relación con esta última cuestión, no se puede descartar que el efecto que deseamos captar —diferencias en la evolución de los mercados locales— no pueda ser reconocido mediante informaciones regionales, pues los mercados, para muchas operaciones realizadas por las cajas, tienen un ámbito geográfico más reducido. En este punto, las limitaciones de la información disponible suponen una barrera prácticamente infranqueable.

De las variables que controlan las cajas comentaremos, en primer lugar, las referidas a su especialización. Sobre los signos de éstas existen pocos *a priori*, pues se trata, precisamente, de identificar si de las diferencias entre las entidades se puede obtener alguna evidencia de que existen ventajas *sistemáticas* en ciertas orientaciones del negocio. En las operaciones activas, la orientación hacia la actividad crediticia (INVCRE) —y en especial hacia el crédito comercial, es decir, hacia la banca de empresa— se muestra significativa y con efec-

tos negativos sobre *ROA*. En cambio, las adquisiciones de títulos de renta fija (RFIJA), que es también significativa, tiene efectos positivos sobre *ROA*. Estas últimas orientaciones de la actividad pueden ser interpretadas (con cautela) como representativas de enfoques más tradicionales del negocio de las cajas, y sus resultados parecen ser positivos, pudiendo ser la consecuencia probable de que las cajas que actúan según criterios más tradicionales operan en entornos de menor presión competitiva, o también de la importancia que tiene la acumulación de experiencia en una especialización determinada para la mejora de los resultados.

En las operaciones pasivas, la impresión que producen los modelos es similar a la anterior: la mayor agresividad en la reorientación del pasivo empeora los resultados. En efecto, una más intensa orientación de la captación de recursos ajenos hacia las cuentas corrientes (CTASCTES) —pasivo poco importante en la tradición de las cajas— o hacia los depósitos a plazo (DEPPZO) u otro tipo de cuentas (OTRCTAS) —ambos más sensibles a los tipos de interés— son significativos para la evolución de *ROA*, pero lo afectan con signo negativo. Así pues, en este caso, es la especialización en el pasivo tradicional —los depósitos de ahorro— lo que sigue ofreciendo la ventaja en costes.

Merece también un comentario la significatividad y el signo (positivo) del nivel de capitalización de las cajas (RESERVAS). En principio, debería esperarse un signo positivo debido a que la mayor abundancia de recursos propios reduce los costes financieros por unidad de activos totales e incrementa los capitales libres (*free capital*), y, de hecho, en la estimación así sucede en este primer modelo.

La variable fusiones (DFUSION9) aparece significativa, y muestra un valor negativo, indicando que, en promedio, las entidades implicadas en procesos de fusión son aquellas que presentan una rentabilidad menor que la media, en contra de lo esperado.

También resulta significativo, y con el signo esperado (positivo), el efecto de los niveles de eficiencia sobre *ROA* (EFIC). Así, las entidades más eficientes —las que producen una determinada combinación de servicios a costes más bajos— son más rentables.

La variable explicada desfasada (*ROA-1*) muestra significatividad, siendo su parámetro distinto de la unidad e indicando una inercia en el valor de *ROA* a lo largo del tiempo que tiende a desaparecer con relativa rapidez. Esto induce a pensar que si valores mayores de la rentabilidad hoy favorecen mayores rentabilidades mañana, en circunstancias no explicadas por la eficiencia, puede deberse a ventajas posicionales en los mercados, que no se

reflejan en costes (eficiencia), sino en márgenes: poder de mercado local, relaciones de clientela, imagen de marca, capacidad innovadora y de servicio, etcétera.

De las variables enumeradas en el apartado II como posibles palancas del beneficio controladas por las cajas, un cierto número de ellas no se muestran estadísticamente significativas para explicar la evolución o las diferencias de *ROA*. Ese es el caso de otras partidas del balance no mencionadas, así como de las estrategias de cobro de comisiones.

Por lo que se refiere a la variable tamaño de las oficinas (AOFIC), la estimación muestra un coeficiente negativo y significativo. Estas circunstancias hacen pensar que la razón por la que un incremento en el tamaño de la oficina tiene un efecto negativo sobre *ROA*—cuando se ha probado repetidamente la existencia de economías de escala a nivel de oficina (9)— es que, dada una determinada evolución de la oferta de ahorro y sin una política clara de concentración de oficinas todavía, un crecimiento del tamaño de éstas es resultado de políticas comerciales más agresivas, que se ponen en práctica a costa de encarecer el pasivo. Por esta razón tienen un efecto sobre *ROA* del mismo signo que el encarecimiento de los tipos de interés por parte de la competencia, es decir, de los pasivos bancarios.

El segundo modelo estimado aparece en el cuadro núm. 5, y de forma distinta al comentado anteriormente, se representa en diferencias, lo que supone una pérdida de observaciones. El significado de los parámetros será, por tanto, algo distinto a los estimados para el *pool* de datos. Tradicionalmente, los parámetros estimados en modelos en diferencias suelen interpretarse como coeficientes de los efectos a corto plazo de cambios en las variables independientes sobre la variable dependiente.

Como se puede comprobar, sólo algunas de las variables incluidas en la ecuación estimada en el cuadro núm. 4 resultan ser significativas cuando se estima el modelo en diferencias. En concreto, dejan de serlo variables tales como *AOFIC*, *RFIJA* e *INVRED*.

Asimismo, nuevamente resulta significativo el efecto desfasado de *ROA*, con coeficiente menor que la unidad, sugiriendo que las entidades mantienen cierta continuidad de los efectos positivos de sus ventajas de eficiencia sobre *ROA*, pero que desaparece rápidamente en el tiempo. Resulta plausible dicha interpretación con un proceso de convergencia de las entidades en niveles de eficiencia. En el caso contrario, algunas entidades estarían aumentando continuamente sus ventajas sobre las restantes.

Las reservas (Δ RESERVAS) se muestran significativas, pero ahora con un signo negativo, contrario al que se obtiene en el modelo anterior. La razón de este resultado, cuando se consideran los efectos individuales, se puede deber a que, en buena parte de las entidades, los incrementos de los recursos propios se han conseguido mediante procesos de fusión y la consiguiente revalorización de activos, de modo que no se produce efectivamente un incremento de *free capital* que pueda ahorrar costes financieros. Además, puesto que los recursos propios forman parte del total de activos medios, su aumento deprime también *ROA* al aumentar el denominador de esta expresión. Consecuentemente, estos efectos podrían interpretarse como efectos de corto plazo que desaparecen en el modelo estimado en niveles.

Los resultados confirman el efecto de las variables de pasivo incluidas en el primer modelo—el peso relativo en el balance de los depósitos a plazo, de las cuentas corrientes y de otras cuentas—, cuyo incremento origina un descenso en la variable dependiente. Así pues, de nuevo, el alejamiento de las cajas de la captación de recursos a través de la generación de depósitos de ahorro parece reducir su rentabilidad.

Por el lado del activo, la inversión en el mercado interbancario (Δ INTFIN) aparece significativa y con signo negativo, indicando una reducción de la rentabilidad de las cajas cuando se acude al mercado interbancario, al menos a corto plazo.

La eficiencia de las entidades se muestra significativa, incrementando la rentabilidad de éstas. Un aumento en la eficiencia incrementa la variación de la rentabilidad de las cajas, mientras que cuando se toma la variable al cuadrado el parámetro sigue siendo significativo, pero cambia de signo, lo que indica que este efecto positivo tiende a desaparecer entre cajas con niveles de eficiencia relativa cercanos a la unidad.

Finalmente, el tratamiento de las variables temporales permite corregir el valor de constante para cada uno de los años analizados, de modo que la parte «explicada» de la variación de *ROA* por sucesos producidos en estos años cambia de valor y de signo: dicha constante es negativa para el primer y para el cuarto períodos, y positiva para el segundo y tercer períodos.

V. CONCLUSIONES

El análisis empírico realizado permite destacar algunas conclusiones acerca de la influencia de las variables de entorno y de las variables de control

sobre la rentabilidad de las cajas de ahorros en el período 1986-1991. Con referencia a las primeras, los modelos estimados confirman la influencia negativa sobre la rentabilidad de las cajas de la mayor remuneración del pasivo por parte de la banca, indicador de un incremento en la competencia por la captación de recursos. Asimismo, se observa una influencia positiva sobre la rentabilidad de las cajas originada en el avance conjunto de la actividad del sector. El resto de las variables potencialmente explicativas de los factores denominados de entorno —la evolución nacional de los mercados del crédito y la de los mercados regionales de activo y de pasivo— no han mostrado una influencia significativa; incluso las variables que sí lo son resultan menos explicativas que la construcción de unas variables ficticias de tendencia. Por tanto, en relación con la identificación de las variables de entorno que se han mostrado relevantes en el análisis realizado, se puede apuntar, con la prudencia al uso, la hipótesis de que los elementos de carácter general que condicionan los resultados de las cajas son la evolución del coste del pasivo, así como las condiciones generales de captación de fondos prestables, y no tanto la evolución de cada mercado en particular.

En cuanto a las variables que pueden controlar las cajas, se acepta la relevancia de un conjunto amplio de éstas en el primer modelo estimado, y de un conjunto algo menos extenso en el segundo. En lo que se refiere a las decisiones de balance, se han identificado mejor los efectos sobre la rentabilidad de las cajas de las variables de pasivo que los correspondientes a las variables de activo, tanto por el número de éstas identificadas como por la robustez de los parámetros estimados a la forma de estimación empleada.

Por el lado del activo, el primer modelo reconoce un efecto beneficioso en la rentabilidad al aumento de la inversión en renta fija, y el efecto contrario a la inversión crediticia. Dichos efectos desaparecen en el segundo modelo, que puede interpretarse como un modelo de corto plazo, en el que las inversiones en el interbancario parecen producir mejoras decrecientes en la rentabilidad de las cajas.

Por el lado del pasivo, la actividad tradicional de creación de depósitos de ahorro aparece en ambos modelos como una actividad que incrementa la rentabilidad, reduciéndola, por tanto, la creación de los pasivos alternativos: cuentas corrientes, depósitos a plazo y otras cuentas. La elevación de los recursos propios contribuye a incrementar la rentabilidad a largo plazo —primer modelo—, pero la reduce quizá en el proceso de transición hacia el nuevo equilibrio.

En lo referente a las decisiones no consideradas

de balance, cabe destacar que la opción de fusionarse está asociada a una mayor rentabilidad de las cajas que la adoptan. Por el contrario, las mejoras de eficiencia elevan la rentabilidad, constituyendo ello un incentivo para la introducción de mejoras en la productividad de las entidades. En este mismo sentido, el incremento del tamaño de la oficina parece reducir la rentabilidad de las entidades, debido quizá al encarecimiento simultáneo del coste de captación de nuevos recursos prestables. Por el contrario, la política de cobro de comisiones no se ha mostrado significativa en la determinación de la rentabilidad de las cajas.

Desde la perspectiva de la estrategia de las entidades, la cuestión más importante planteada en el trabajo es si la especialización de las cajas de ahorros se traduce en ventajas sistemáticas de rentabilidad neta. No tiene una fácil respuesta, porque es preciso separar aquellos factores derivados de la especialización de otras muchas circunstancias que afectan a los resultados. En circunstancias tan cambiantes, identificar y valorar el papel de los distintos factores no es sencillo, pero es importante. No debemos tampoco olvidar que la utilización de datos de balance de las entidades a 31 de diciembre puede sufrir el efecto de un comportamiento de maquillaje puntual, llevado a cabo por los responsables, y no reflejar la situación más permanente de la entidad correspondiente.

Pero, en cualquier caso, las conclusiones que se derivan de esta investigación apuntan a que las ventajas sistemáticas derivadas de especializaciones alternativas no están claras. No se puede afirmar, pues, que, en general, puedan establecerse asociaciones regulares entre una determinada especialización y mejores resultados de las cajas. Esto no significa que no puedan encontrarse ejemplos de *cajas específicas* que obtienen resultados especialmente buenos con determinadas especializaciones del activo. Pero no encontramos regularidades empíricas que permitan dicha asociación entre especialización y resultados y que permitan hablar de relaciones causales entre ellas.

Así pues, para explicar las ventajas que presentan determinadas entidades, parece que hay que mirar en otras direcciones y no sólo en la de su especialización. En particular, es importante atender a desarrollar una especialización determinada con menores costes. Cuando una caja de ahorros es capaz de desarrollar una especialización determinada con menores costes hay que atribuir a la eficiencia de su gestión operativa, comercial y financiera las ventajas, y no a la especialización en sí.

En cambio, sí que se obtiene en el trabajo una evidencia más sistemática de que las cajas que

captan recursos tradicionales (fundamentalmente, cuentas de ahorro) con más intensidad, tienen, por el momento, ventajas de coste que se reflejan en los resultados. Existe frente a esta evidencia la tentación de concluir que se trata de un ejemplo de que en la captación de ese tipo de recursos la competencia es menos intensa, y las cajas, que disfrutaban en esos mercados de más poder de penetración, lo ven reflejado en sus cuentas de resultados. Aunque ésta es una posibilidad, sin embargo, no desearíamos apresurarnos en la aceptación sin más de este diagnóstico. Al contrario, creemos que otra hipótesis a contrastar es que las cajas demuestran en la actualidad una especial eficiencia en la producción de medios de pago. En consecuencia, las entidades más orientadas en esa dirección presentan mejores resultados. En este caso, sí que podría hablarse de una especialización productiva relevante para la cuenta de resultados. No obstante, también es necesario advertir que esas ventajas pueden ser transitorias, dependiendo de la evolución futura de la competencia en los distintos mercados bancarios.

NOTAS

(1) Véase MODIGLIANI y PAPADEMOS (1990). Una reflexión sobre este problema, referida al caso español, en PÉREZ y QUESADA (1991), cap. 6.

(2) Es interesante observar que las cajas de ahorros, presionadas por las exigencias de capitalización, han preservado menos la distribución de beneficios (sociales) que la banca privada. Ello podría interpretarse como una confirmación indirecta de la hipótesis que aquí se sostiene. Véase GONZÁLEZ MOSQUERA (1991).

(3) Sobre la modelización de la empresa bancaria, pueden verse los panoramas de BALTENSPERGER (1980) y SANTOMERO (1990). Una presentación inspirada en dichos modelos, y con referencias al caso español, en PÉREZ y QUESADA (1991).

(4) Véase GUAL y HERNÁNDEZ (1990) y MARTÍNEZ VILCHES (1992).

(5) Para la descripción del procedimiento utilizado para construir las fronteras de eficiencia, véase el Anexo 2.

(6) La obtención de estas variables aparece resumida brevemente en el Anexo 2. El lector interesado puede acudir a los trabajos de DOMÉNECH (1991) y GRIFELL, PRIOR y SALAS (1992) para un mayor detalle.

(7) Una exposición sumamente detallada de las técnicas de datos de panel puede encontrarse en el libro de HSIAO (1986). ARELLANO y BOVER (1990) ofrecen una interesante panorámica sobre los aspectos más relevantes.

(8) Las estimaciones se han llevado a cabo utilizando el programa DPD de estos autores. Véase ARELLANO y BOND (1988).

(9) Véase, por ejemplo, DOMÉNECH (1991).

BIBLIOGRAFIA

- ARELLANO M., y BOND, S. (1988), «Dynamic panel data estimation using DPD», *mimeo*, Institute for Fiscal Studies, Londres.
- (1989), «Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations», Institute for Fiscal Studies, Londres.
- ARELLANO, M., y BOVER, O. (1990), «La econometría de datos de panel», *Investigaciones Económicas*, núm. 1.
- BALTENSPERGER, E. (1980), «Alternative approaches to the theory of the banking firm», *Journal of Monetary Economics*, 6.
- DOMÉNECH, R. (1991), «Eficiencia y costes en la empresa bancaria: teoría y aplicaciones al caso español», tesis doctoral, Universidad de Valencia.
- GRIFELL, E.; PRIOR, D., y SALAS, V. (1992), «Eficiencia frontera y productividad en las cajas de ahorros españolas», *mimeo*, Universidad Autónoma de Barcelona.
- GONZÁLEZ MOSQUERA, L. M. (1991), «Evolución de la cuenta de resultados de las cajas de ahorros en España (1971-1989)», *Documento de Trabajo*, núm. 9.103, Banco de España, CEMFI, Madrid.
- GUAL, J., y HERNÁNDEZ, A. (1990), «Costes operativos, tamaño y especialización en las cajas de ahorros españolas», *IESE Research Paper*, 197.
- HSIAO, C. (1986), *Analysis of panel data*, Cambridge University Press.
- MARTÍNEZ VILCHES, R. (1992), *Grupos estratégicos en el sector cajas de ahorros españolas*, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid.
- MODIGLIANI, F., y PAPADEMOS, L. (1990), «The supply of money and the control of nominal income», en B. M. FRIEDMAN y F. H. HAHN (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, volumen 1, Elsevier Science Publishers.
- PÉREZ, F., y QUESADA, J. (1991), *Dinero y sistema bancario. Teoría y aplicaciones al caso español*, Espasa-Calpe.
- SANTOMERO, A. (1990), «Modelling the banking firm: A survey», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 16, núm. 4, parte 2.

ANEXO 1

- 1985 Bancos: Libertad de apertura de oficinas.
Reducción progresiva del coeficiente de inversión.
Reglamento de la Ley de Activos Financieros.
Ley de Organos Rectores de las Cajas.
- 1986 Obligación de cubrir pensiones para bancos y cajas.
Regulación de la transparencia fiscal en operaciones de seguro de prima única.
- 1987 Libertad de tipos de interés.
Creación del sistema de anotaciones en cuenta.
Nacimiento de la letra del Tesoro.
Ley de Planes y Fondos de Pensiones.
Endurecimiento de criterios para la cobertura de morosos, riesgo país, concentración de riesgos.
Elevación del coeficiente de recursos propios.
- 1988 Reducción de la aportación de las cajas al FGD.
Real Decreto modificando la regulación de los Organos Rectores de las Cajas.
Desaparición del Efectivo como Activo computable en el coeficiente de caja.
Creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
Nueva normativa sobre creación de bancos privados e instalación de entidades extranjeras en España.
- 1989 Cajas: Libertad de apertura de oficinas fuera del territorio de la Comunidad.
Modificación del calendario de reducción del coeficiente de inversión obligatoria.
Aumento del rigor exigido por el coeficiente de recursos propios.
Entrada de España en el SME.
Introducción de topes cuantitativos al crédito.
Nueva normativa para los seguros con prima única.
- 1990 Reforma del coeficiente de caja.
Aprobación del límite cuantitativo a la financiación del Tesoro por el Banco de España.
Regulación de la emisión de cuotas participativas por las cajas.
Exención parcial de impuestos a no residentes.
- 1991 Levantamiento de los límites al crecimiento del crédito y del depósito previo al endeudamiento exterior.
Liberalización de las salidas de capital.
Creación de la Corporación Bancaria, S. A.
Anuncio de la operación de canje de pagarés y AFRO por deuda especial.
Reforma del IRPF y del Impuesto sobre el Patrimonio.
Eliminación del control de cambios.
Aparición de la letra a tres meses.
-

ANEXO 2

MEDIDAS DE EFICIENCIA EN COSTES

Las medidas de eficiencia en costes se han obtenido solucionando el siguiente problema de programación lineal:

$$\begin{aligned}
 & \text{Min}_{j,s} w_{j,s} v_{j,s} && ; \quad s=1 \dots 56 \text{ CC.AA.} \\
 \text{s.a.:} & y_{i,s} \leq \sum_s \mu_s y_{i,s} && ; \quad i=\text{PRIC, PRNIC, COMIS} \\
 & v_{j,s} \geq \sum_s \mu_s x_{j,s} && ; \quad j=\text{L, ACREE, K, OCTS} \\
 & NO_s \geq \sum_s \mu_s NO_s \\
 & \mu_s \geq 0
 \end{aligned}$$

en donde:

<i>PRIC</i>	Productos financieros de la actividad crediticia.
<i>PRNIC</i>	Restantes productos financieros.
<i>COMIS</i>	Comisiones.
<i>L</i>	<i>Empleo medio.</i>
<i>ACREE</i>	Acreedores medios.
<i>K</i>	Recursos propios (capital+reservas+F. subordinada).
<i>OCTS</i>	Gastos generales (excepto personal)+Costes financieros (excepto de acreedores).
<i>NO</i>	Número de oficinas.
<i>w1</i>	Gastos de personal por empleado.
<i>w2</i>	Coste medio de acreedores.

Este problema se ha resuelto separadamente para cada uno de los años entre 1986 y 1991, haciendo uso de rendimientos constantes a escala (*CRTS*), lo que permite obtener los vectores $v_{j,s}^*$, que minimizan los costes dados a los precios de los *input* para cada una de las empresas. Utilizando estos vectores se obtiene:

$$EFCOSTES_s = \sum_j w_{j,s} v_{j,s}^* / w_{j,s} x_{j,s}$$

La información utilizada no permite diferenciar entre las cantidades utilizadas de los *input* que dan lugar a los gastos generales y de inmuebles, y sus precios. Para poder resolver los problemas de programación lineal se ha supuesto que para todas las cajas $W_{octs}=1$

Por lo que se refiere a los recursos propios, la información disponible no permite evaluar el coste de uso de éstos. Como alternativa se ha utilizado el tipo de interés de la deuda pública como coste de oportunidad de estos recursos.

ANEXO 3

Nombre	Número	DFUSION	Activos 86	Activos 91
C. A. Albacete	1	0	62352	120276
C. A. Avila	6	0	81731	158618
C. A. Badajoz	7	0	84890	147501
C. A. Cataluña	10	0	477370	1057148
C. A. C. Burgos	13	0	88980	181364
C. A. M. Burgos	14	0	130692	262040
C. A. Carlet	17	0	5340	12056
C. A. M. Córdoba	20	0	133446	244845
C. A. P. Córdoba	21	0	71142	129320
C. A. Galicia	22	0	410645	883523
C. A. Cuenca-Ciudad Real	23	0	83898	158349
C. A. Girona	24	0	70426	161714
C. A. Guadalajara	27	0	22989	43173
C. A. Jaén	29	0	8405	23376
C. A. Jerez	30	0	85977	155610
C. A. Rioja	32	0	50902	100513
C. A. Manlleu	35	0	35280	66438
C. A. Manresa	36	0	73047	128680
C. A. Layetana	37	0	88968	144500
C. A. Murcia	38	0	103004	307766
C. A. Ontinyent	39	0	13267	23402
C. A. Orense	40	0	98686	153382
C. A. Asturias	41	0	204947	384662
C. A. Las Palmas	43	0	126967	198379
C. A. Baleares	44	0	158957	281096
C. A. Pamplona	45	0	55044	100344
C. A. Navarra	46	0	190909	368335
C. A. Pollensa	48	0	3686	7797
C. A. Pontevedra	49	0	58458	116306
C. A. Sabadell	51	0	130268	246577
C. A. Sagunto	52	0	23508	39495
C. A. Tenerife	56	0	128883	220644
C. A. Santander	57	0	131908	217886
C. A. Segovia	58	0	81307	155093
C. A. San Fernando	60	0	128280	205619
C. A. Tarragona	62	0	110348	250633
C. A. Terrassa	63	0	87788	185505
C. A. Toledo	64	0	108640	224504
C. A. Vigo	70	0	184746	408247
C. A. Penedés	71	0	192215	346497
Ibercaja	75	0	505415	943249
C. A. Inmaculada	76	0	130471	267006
C. A. Madrid	77	1	1407317	2965836
Bancaja	78	1	530073	912811
BBK	79	1	606575	1102458
CAM	80	1	416575	740717
C. A. Huelva-Sevilla	81	1	145856	276178
Caja Vital	82	1	159999	286682
Caja España	83	1	339651	614261
C. A. Extremadura	84	1	123067	235167
Caixa de Pensiones de Barcelona	85	1	2604568	5742837
C. A. Guipúzcoa-San Sebastián	86	1	440394	731087
C. G. A. Granada	87	1	190761	364592
Unicaja	88	1	475697	902378
C. A. P. Alicante-Valencia	89	1	141526	233845
C. A. Salamanca-Soria	90	1	195912	495285
Total	56 CC.AA.		12802153	25435602

Fuente: CECA y elaboración propia.

DETERMINANTES DE LOS TIPOS DE INTERES. UNA EXPOSICION GRAFICA

José Luis CALVO e Ignacio MAULEON

I. INTRODUCCION

Este artículo pretende exponer de modo sistemático un marco de análisis para estudiar la determinación del nivel de los tipos de interés nominales y reales de una economía, con especial referencia al caso español. No se pretende, en ningún caso, exponer una guía de predicción a corto plazo de aquellos, tarea de difícil sistematización, ya que a ese plazo los tipos están más influidos por aspectos institucionales, expectativas sobre el comportamiento de los restantes agentes del mercado, etcétera. Pero el firme convencimiento de los autores es que, a medio y largo plazo, un mercado vuelve a sus fundamentos, determinados por variables micro y macroeconómicas no ignorables. Esto es, probablemente, más cierto en el caso de los tipos de interés que en otros mercados financieros en los que los fundamentos sean más difícilmente evaluables (los tipos de cambio y la renta variable son dos ejemplos obvios). Así, a medio plazo, la predicción de tipos sólo puede ser predicción basada en sólidos análisis de fundamentos macroeconómicos. Este es el sentido de este trabajo, aparte de su interés académico.

La exposición se basa en análisis gráficos de la evolución temporal de una serie de variables, comparada con la de los tipos de interés, y su contenido es más interpretativo que formal, o lógicamente cerrado. El análisis, aunque centrado en datos españoles, se apoya frecuentemente en comparaciones internacionales que permitan corroborar determinadas hipótesis, o bien explicar por qué no se cumplen. Además, sólo se discutirá acerca del nivel general de los tipos, y no se mencionarán otro tipo de cuestiones, como explicaciones sobre la curva de tipos, o sobre las diferencias entre determinados títulos (públicos o privados, especialmente). El tipo de datos utilizados proviene de una fuente homogénea, lo que permite dar coherencia a las comparaciones y facilita su comprobación por analistas independientes; esta fuente es las *Estadísticas Financieras Internacionales*, publicadas regu-

larmente por el Fondo Monetario Internacional. En dichas estadísticas se distingue entre un tipo a corto plazo, que se denomina tipo de las letras, y tipos a largo plazo. En el tipo a corto se engloban, en general, títulos públicos a corto plazo. Respecto al tipo a largo, la única serie disponible en España desde principios de los años sesenta es el rendimiento de las obligaciones industriales (1). Esta es la serie que de ahora en adelante se denominará «tipo monetario».

El estudio se ha abordado analizando la relación individual de cada posible factor explicativo con los tipos de interés y su justificación económica (o ausencia de ésta). A su vez, los diferentes factores se han agrupado en tres enfoques de determinación de tipos de interés, de acuerdo a la importancia relativa que cada enfoque otorga a cada factor. Por supuesto, los diferentes enfoques pueden considerarse como globales, y opuestos si se desea, y determinadas escuelas así lo hacen. E incluso es posible reducir la explicación de los tipos de interés a un esquema extremadamente simple y posiblemente unicausal. En la práctica, sin embargo, el problema es mucho más complejo y es más útil emplear un enfoque, si se quiere, ecléctico, que combine diferentes factores y modelos. Ello no obsta, por supuesto, para que en ciertos momentos históricos la explicación de los tipos pueda reducirse a alguno de los esquemas simplificados propuestos. Pero, en general, no será así, y, en todo caso, los modelos y factores determinantes de mayor ponderación cambian con el paso del tiempo.

II. ENFOQUE FINANCIERO

El enfoque financiero subraya el papel de los mercados monetarios y crediticios como el marco inmediato para analizar los determinantes de los tipos de interés. No se niega el papel de los factores reales desde esta perspectiva, pero su influencia se considera menos directa o próxima. A su

vez, el análisis puede conducirse indistintamente en el mercado de dinero o en el de crédito, aunque esta es una cuestión teórica a la que no se le va a prestar aquí mayor atención (2). En la discusión que sigue, por tanto, se utilizará una u otra perspectiva según sea más conveniente. Respecto a los factores o variables macroeconómicos relevantes que pueden analizarse en este marco, deben señalarse, al menos, los tres siguientes: 1) cantidad de dinero en circulación u oferta monetaria; 2) déficit público o demanda de crédito del sector público, y 3) volumen de actividad real global de la economía. A continuación se analizan por este orden, además de discutirse otros aspectos relevantes.

1. El papel de la oferta monetaria

Casi la primera idea que surge cuando se plantea la discusión sobre los determinantes de los tipos de interés es que un aumento de la cantidad de dinero en circulación tiende a reducirlos. Si el tipo de interés es el precio del dinero, como en el mercado de cualquier bien, un aumento de su oferta hace descender su precio (manteniendo invariables el resto de condicionantes). Si observamos el gráfico 1, podemos comprobar que, efectivamente, esto es lo que parece haber ocurrido durante los últimos veinticinco años en España. Los gráficos 2 y 3, correspondientes a países con mercados financieros más desarrollados, confirman que la relación observada en el caso español es la habitual. Sin embargo, a mediados de la década de los ochenta tuvo lugar en países como Estados Unidos una polémica interesante: en ese período, los tipos de interés nominales tenían un valor alto, comparados con patrones históricos, lo que era considerado como un signo de oferta monetaria escasa de acuerdo con la interpretación convencional ya expuesta. No obstante, una corriente crítica sugirió que la razón era la opuesta, ya que un exceso de dinero aumenta las expectativas de inflación y, por tanto, los tipos nominales de interés, que serían iguales a los tipos reales, constantes a corto plazo, más la inflación esperada (3). La cuestión, evidentemente, no es baladí, puesto que, dependiendo de que se favorezca una u otra interpretación, la política monetaria a seguir para modificar el curso de los tipos de interés es exactamente la opuesta. Los gráficos 1, 2 y 3, ya comentados, parecen favorecer la primera interpretación. Si observamos con atención, no obstante, el resultado es más matizado: de hecho, los gráficos 4 y 5 muestran una relación notable entre el tipo de interés nominal y el crecimiento monetario, aunque con retrasos variables (a excepción del pico de 1987 en la oferta monetaria). Si este retraso puede interpretarse como el tiempo requerido para que el exceso de dinero en la economía se traduzca en inflación, la

segunda interpretación también sería válida: el aumento en la oferta monetaria conduce a un incremento en la tasa de inflación y, por tanto, en los tipos nominales, aunque con un retraso apreciable. Los gráficos 6 y 7 confirman esta hipótesis, también, para el caso alemán. En el caso español, esta posible relación es más ambigua porque, como después se verá, la relevancia del efecto Fisher es discutible, siendo ésta una de las paradojas más notables del comportamiento de los tipos de interés en España (4).

Las conclusiones de este apartado podrían resumirse brevemente, por tanto, así: incrementos de la oferta monetaria hacen descender a corto plazo los tipos nominales de interés, pero tienden a presionarlos al alza a medio plazo (aunque con un retraso variable, y suponiendo que el efecto Fisher sea relevante).

2. El papel del déficit público

El déficit público es otro de los factores que tradicionalmente se considera como determinante próximo de los tipos de interés. La manera más sencilla de entender esta relación, probablemente, es a partir del mercado de crédito: dada una oferta global de crédito, la demanda se subdivide en dos grandes categorías: pública y privada; esta última dependerá negativamente del tipo de interés, como es obvio, mientras que la demanda pública

GRAFICO 1
TIPO DE INTERES MONETARIO (TIPO)
Y TASA DE CRECIMIENTO
DE LA CANTIDAD DE DINERO (VDIN). ESPAÑA

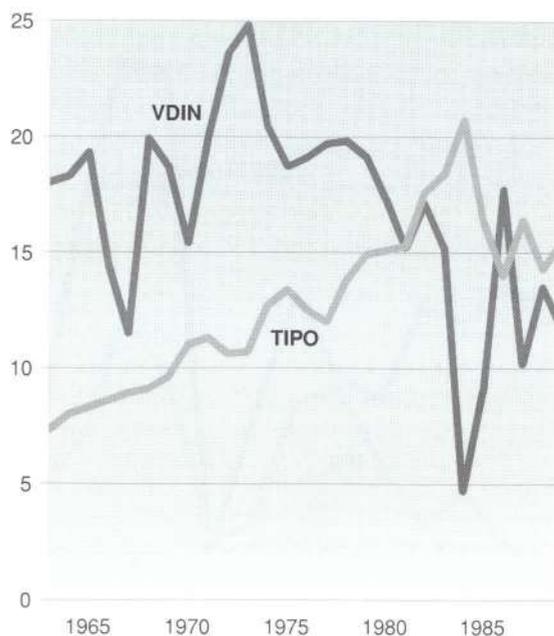


GRAFICO 2
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (USL)
Y TASA DE CRECIMIENTO DEL DINERO (USDIN)
ESTADOS UNIDOS

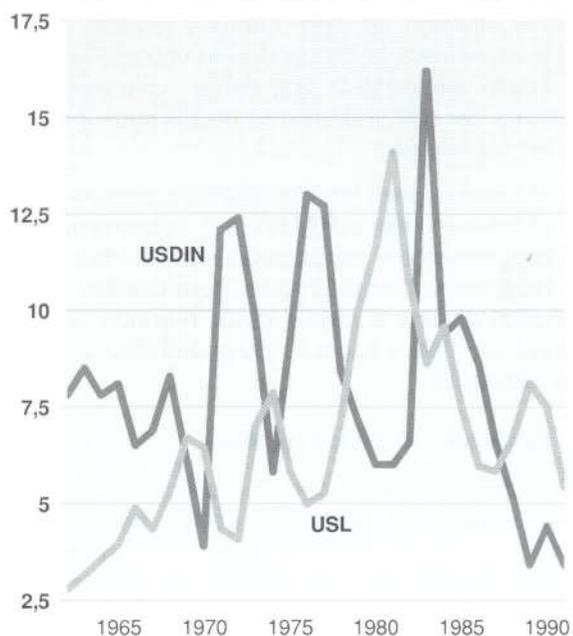


GRAFICO 3
TIPO DE INTERES DE LOS BONOS (AB)
Y TASA DE CRECIMIENTO DEL DINERO (ADIN)
ALEMANIA

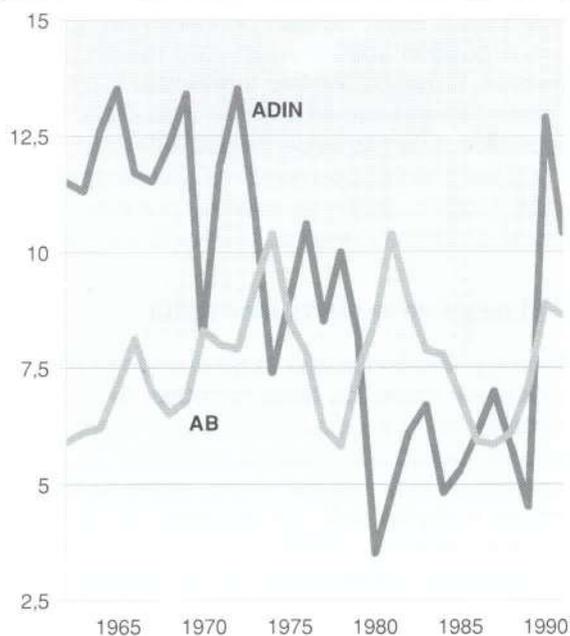


GRAFICO 4
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (USL) Y TASA
DE VARIACION DEL DINERO RETRASADA
DOS AÑOS (USDIN). ESTADOS UNIDOS

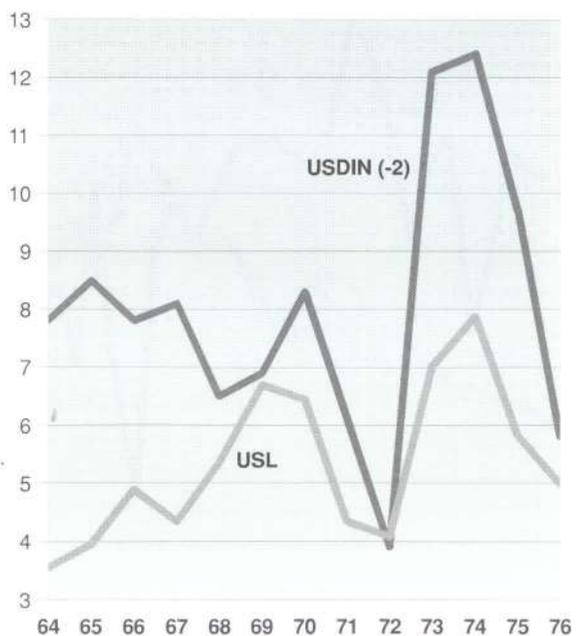


GRAFICO 5
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (USL) Y TASA
DE VARIACION DEL DINERO RETRASADA
CUATRO AÑOS (USDIN (-4)). ESTADOS UNIDOS

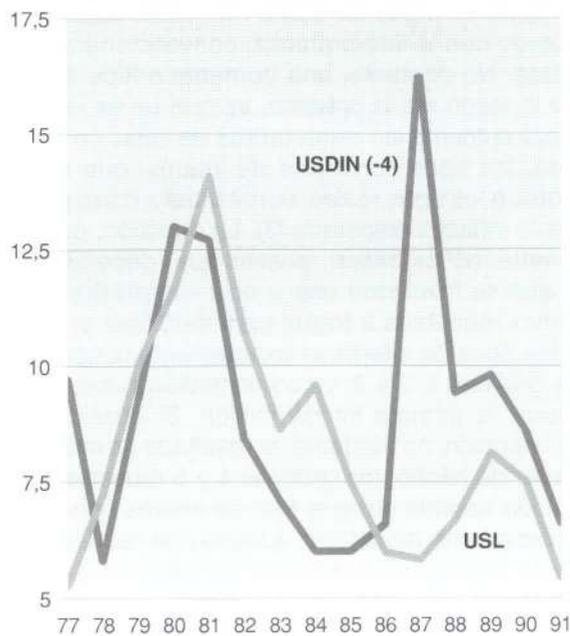
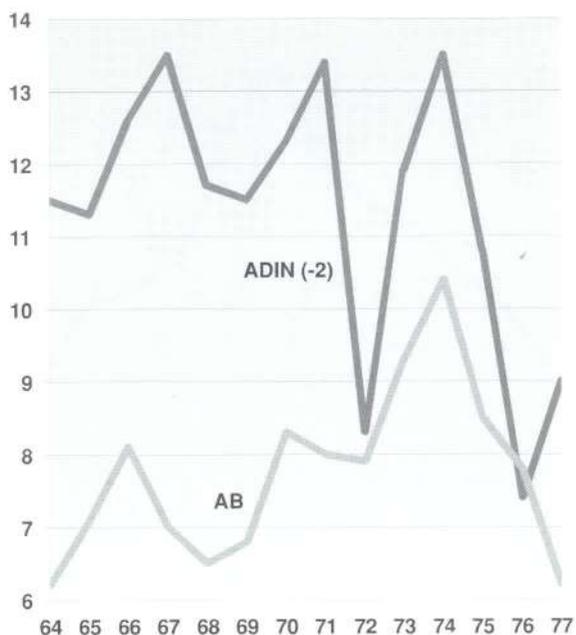
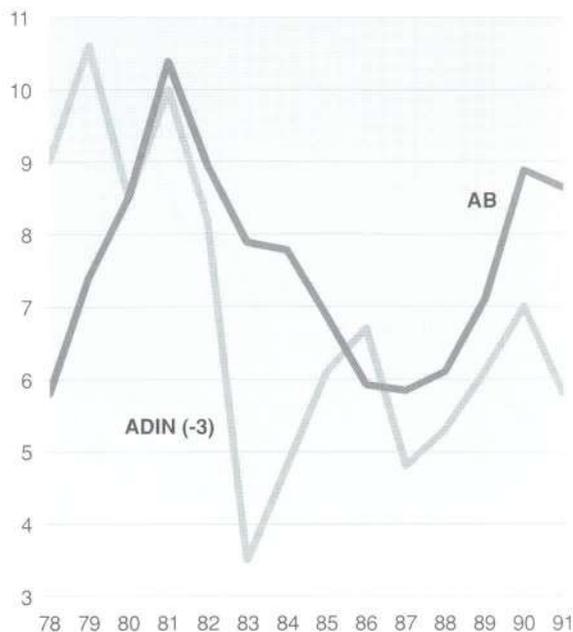


GRAFICO 6
TIPO DE INTERES DE LOS BONOS (AB)
Y TASA DE VARIACION DEL DINERO
RETRASADA DOS AÑOS (ADIN). ALEMANIA



de crédito será más o menos autónoma. Así, un incremento de las necesidades públicas de financiación, dada una oferta total de crédito constante, requerirá un descenso del crédito absorbido por el sector privado, lo que sólo puede acomodarse mediante un descenso en la demanda privada; en otras palabras, un aumento del tipo de interés (5). Este argumento parece impecable, es comúnmente aceptado y, como en el caso de la oferta monetaria, es más discutible de lo que pudiera creerse. Así, si se supone que el Estado es una institución básicamente insolvente, en el sentido de que no invierte sus recursos productivamente, es inevitable concluir que una ampliación del déficit actual supondrá mayores impuestos en el futuro para cancelar la deuda pública. Si los agentes privados son racionalmente previsores, conocerán y tendrán en cuenta en sus decisiones económicas los fenómenos que se acaban de exponer. Así, ante un déficit actual, y en previsión de mayores impuestos en el futuro, aumentarán su ahorro actual, que de este modo permitirá financiar el déficit público sin influir sobre los tipos de interés. Esta es, en esencia, la comúnmente denominada hipótesis ricardiana, que se fundamenta en dos supuestos básicos: 1) el Estado es insolvente (la emisión de deuda pública tiende a crecer de forma explosiva) y 2) el sector privado es consciente de este hecho. Dado que en los mercados financieros suele considerarse que la deuda pública es la que comporta menor

GRAFICO 7
TIPO DE INTERES DE LOS BONOS (AB)
Y TASA DE VARIACION DEL DINERO
RETRASADA TRES AÑOS (ADIN). ALEMANIA



riesgo de crédito, quizá sorprenda como excesivamente teórica la afirmación de que el Estado es insolvente. Sin embargo, solamente se pretende hacer hincapié en el hecho de que la política de emisión de deuda tiende a autoalimentarse. Por tanto, el Estado terminará por aumentar los impuestos, o la oferta monetaria, con el subsiguiente aumento de la inflación, lo que, en definitiva, no es sino otra modalidad de imposición. Recuérdese también la todavía reciente «consolidación» de deuda pública, por la cual se forzó a las entidades a aceptar los certificados de depósito a un interés muy inferior al de mercado. Estos son, por tanto, los fundamentos teóricos de las dos posiciones extremas en la discusión sobre el impacto del déficit público en los tipos de interés.

La evidencia empírica para el caso español se presenta visualmente en los gráficos 8, 9 y 10. En primer lugar, se puede observar una relación tendencial muy acusada y positiva entre los tipos de interés nominales y el déficit público. En el gráfico 9, además, se observa cierto adelanto del tipo de interés nominal respecto al déficit público (medido en porcentaje sobre el PIB). Esto puede explicarse de dos maneras: 1) una anticipación de un déficit mayor, suponiendo que influya sobre los tipos de interés al alza, hará que los agentes reduzcan su demanda de títulos a largo plazo para evitar pérdidas de capital; esto aumentará su oferta y

GRAFICO 8
TIPO DE INTERES MONETARIO (TIPO)
Y DEFICIT (+) PUBLICO (DEFP)
ESPAÑA

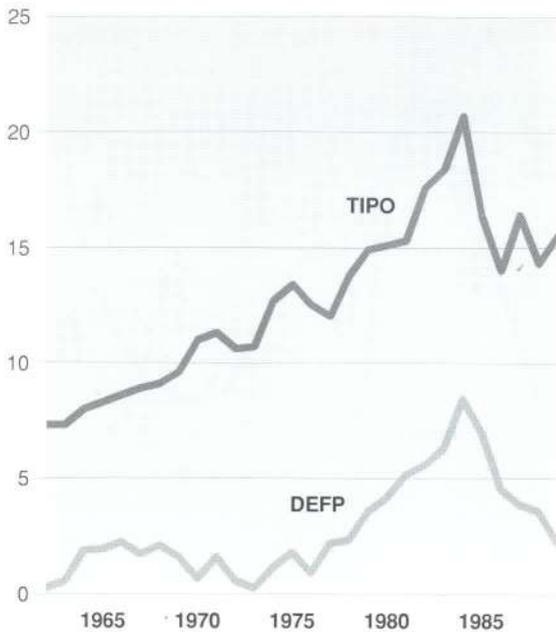


GRAFICO 9
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (LETRAS)
Y DEFICIT (+) PUBLICO (DEFP)
ESPAÑA

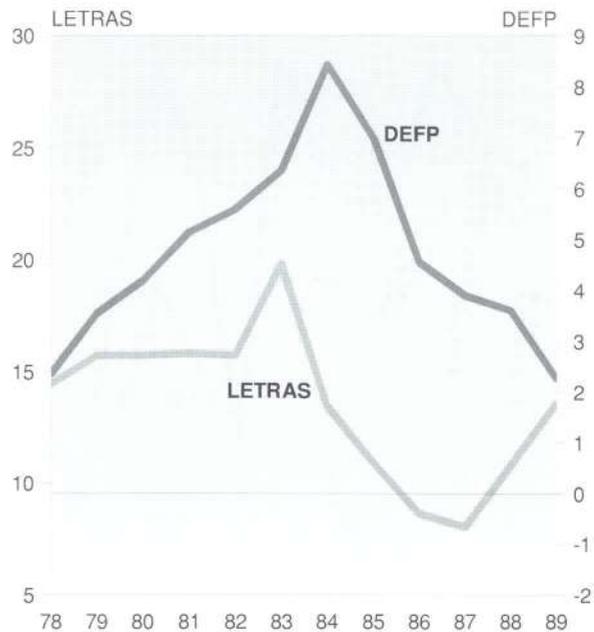
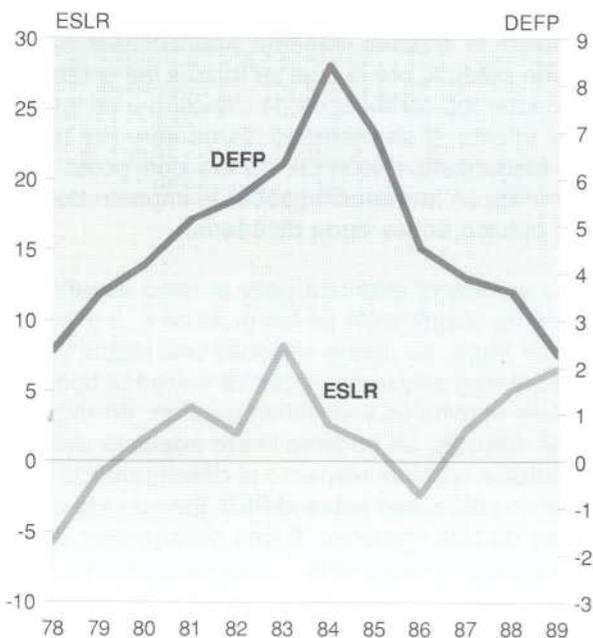


GRAFICO 10
TIPO DE INTERES REAL DE LAS LETRAS (ESLR)
Y DEFICIT (+) PUBLICO (DEFP)
ESPAÑA



hará descender su precio, lo que elevará, en consecuencia, los tipos de interés, y 2) en la medida en que la deuda pública esté emitida a corto plazo, como ha sido el caso español en gran medida, un aumento del tipo de interés supondrá un rápido incremento de la carga financiera de la deuda y, en consecuencia, un aumento del déficit futuro. También se puede observar en los gráficos 9 y 10 un incremento de los tipos reales y nominales, en los últimos años, acompañados de un descenso en el déficit público. Probablemente, esto es explicable por el empeoramiento del déficit comercial, como más adelante se verá.

En el gráfico 10 se compara la evolución del déficit con el tipo de interés real. El interés de esta comparación reside en que la correlación entre déficit y tipos nominales podría ser espuria: si un déficit se financia mediante una expansión monetaria, ello puede suponer un aumento de la inflación y, en definitiva, de los tipos nominales. Así, bajo esos supuestos, la aparente correlación entre déficit y tipos se debería a la influencia de un tercer factor: la expansión monetaria. No parece ser éste el caso español, no obstante, tal como muestra el gráfico 10. Finalmente, los gráficos 11 y 12 presentan alguna evidencia internacional relevante, basada en el análisis de los países que han experimentado importantes déficits públicos, pero financiados de formas opuestas (con recurso a la emisión de deuda en el caso belga, y con emisión monetaria

en el caso argentino). En ambos casos, la relación observada para el caso español entre déficit público y tipos de interés parece confirmarse. En el caso argentino, se ha seleccionado el tipo de interés real para evitar el posible problema de correlación espuria, debido a la expansión monetaria, señalado anteriormente. Es interesante, en este último caso, analizar los picos de los años 1983 y 1984, con el adelanto del déficit sobre el tipo de interés. Una posible explicación reside en la financiación monetaria del déficit a partir del año 1984: el crecimiento monetario probablemente mantuvo controlados los tipos de interés nominales, mientras que las expectativas de inflación, y la inflación misma, aumentaron. Esto explica la caída del tipo real en el año 1984. En los años siguientes, los tipos nominales reaccionan ante el resurgimiento de la inflación y los tipos reales recuperan sus valores anteriores. De todas formas, esta interpretación no pasa de ser tentativa, puesto que, en situaciones de hiperinflación acusada y con información limitada, es difícil que los agentes reaccionen de modo completamente racional.

Como conclusiones más claras de este epígrafe, podemos destacar una relación positiva, contemporánea, acusada y prácticamente universal, a la vista de la evidencia analizada, entre el déficit público y los tipos de interés nominales y reales. Esto no implica, por otra parte, que la emisión de deuda

pública sea necesariamente sostenible (6). Además, en ocasiones, la evolución de los tipos de interés puede adelantarse a la del déficit, lo que puede ocurrir si el sector privado anticipa correctamente la evolución del déficit, o si éste se financia fundamentalmente mediante títulos y deuda a corto plazo.

3. El papel del volumen de actividad

En términos muy generales, se puede suponer que aumentos de la actividad económica global requieren mayores volúmenes de dinero y crédito para su intercambio y financiación. Así, aumentos de la actividad real —medida, por ejemplo, a través del PIB— supondrán aumentos de las demandas de dinero y crédito y, finalmente, de los tipos de interés. Esta relación es aceptada generalmente desde posiciones muy diversas. Más polémica es, sin embargo, la relación entre la tasa de variación de la actividad y el tipo de interés. El argumento favorable puede expresarse, en términos simplificados, como sigue: si la producción requiere una proporción aproximadamente constante de capital, ambas magnitudes, producción y capital, crecerán a idéntica tasa; si, por otra parte, el capital genera beneficios a una tasa igual al tipo de interés, y estos beneficios se invierten, el capital crecerá a una tasa igual al tipo de interés. Así, concluimos,

GRAFICO 11
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (BL)
Y DEFICIT (+) PUBLICO (BDEFP)
BELGICA

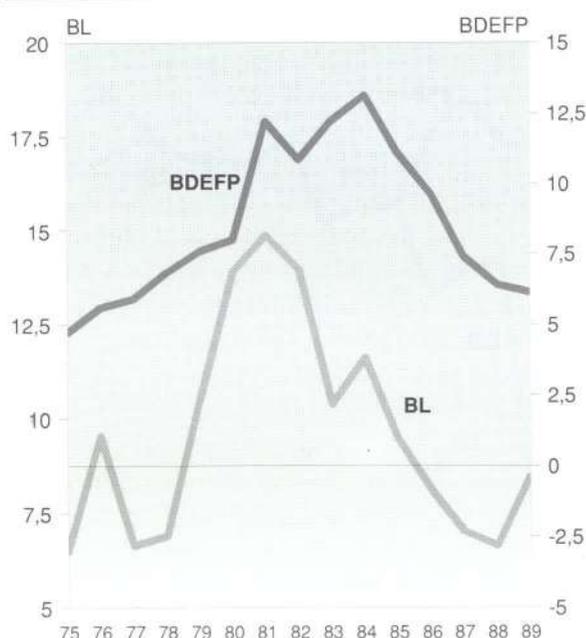
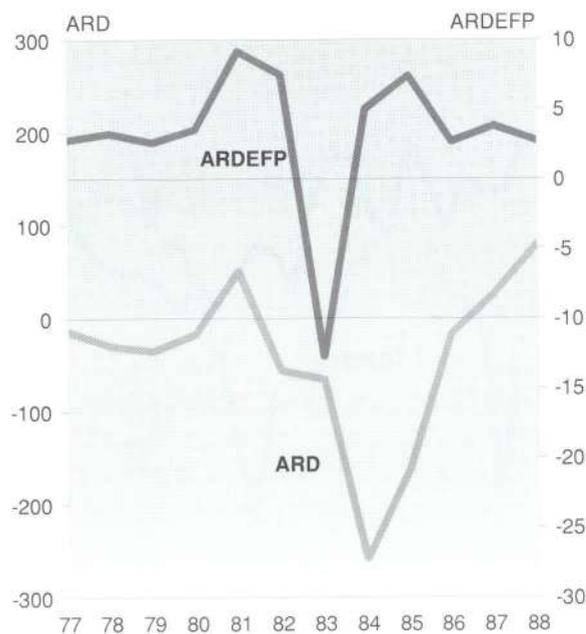


GRAFICO 12
TIPO DE INTERES REAL DE LOS DEPOSITOS (ARD)
Y DEFICIT (+) PUBLICO (ARDEFP)
ARGENTINA



el PIB crece a una tasa igual al tipo de interés real de la economía (7). Por otra parte, esta cuestión posee una derivación adicional, pertinente para la discusión sobre la posible influencia del déficit sobre los tipos de interés. Consideremos, entonces, el cociente de la deuda pública viva sobre el PIB. Si el Estado paga los intereses de la deuda emitiendo nueva deuda, el volumen total de deuda viva crecerá a una tasa igual al tipo de interés. Así, según que el tipo de interés sea mayor o menor que la tasa de crecimiento del PIB, en estas condiciones, el cociente aludido deuda/PIB tenderá a crecer sin límite, o convergerá. Pero el volumen de deuda pública demandado por el sector privado como proporción del PIB no puede crecer sin límite; si así fuera, en algún momento futuro el incremento de deuda en ese período superaría el valor del PIB, lo que es imposible, puesto que el ahorro privado necesario para absorber la deuda en ningún caso puede ser superior al volumen de actividad mismo y, por tanto, de renta (8). La conclusión, finalmente, es que si el tipo de interés supera a la tasa de crecimiento del PIB, el déficit público puede no ser sostenible.

La evidencia empírica respecto al caso español, visualizada en el gráfico 13, puede interpretarse del siguiente modo: en conjunto, y tendencialmente, parece existir una relación consistente entre la evolución temporal del tipo de interés real y la del

GRAFICO 13
TIPO DE INTERES REAL (TIPOR)
Y TASA DE CRECIMIENTO DEL P.I.B. (IPIB)
ESPAÑA

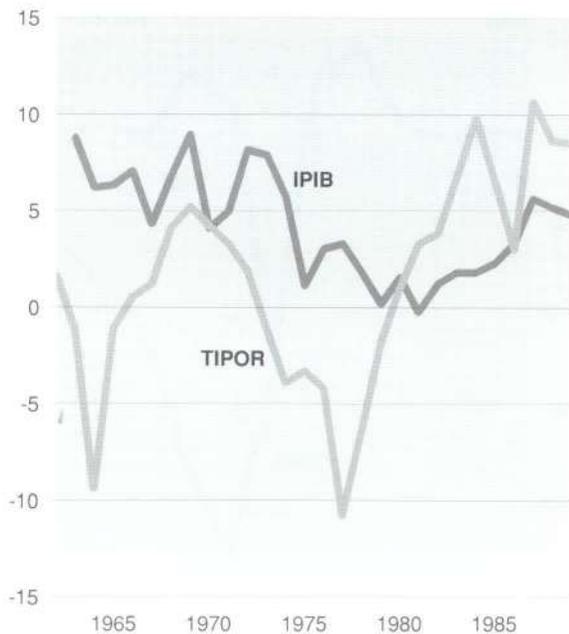
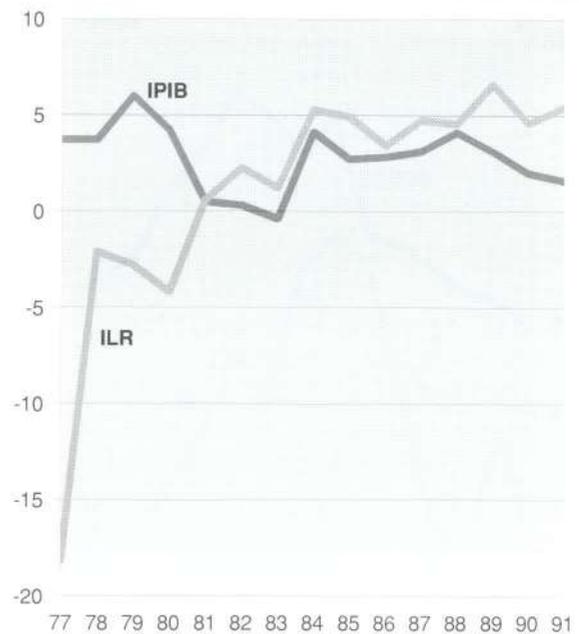


GRAFICO 14
TIPO DE INTERES REAL DE LAS LETRAS (BLR)
Y TASA DE CRECIMIENTO DEL P.I.B. (BPIB)
BELGICA



GRAFICO 15
TIPO DE INTERES REAL DE LAS LETRAS (ILR)
Y TASA DE CRECIMIENTO DEL P.I.B. (IPIB)
ITALIA



PIB, a pesar de la excesiva volatilidad relativa de aquél; además, el tipo de interés tiende a ser superior al crecimiento del PIB en períodos de fuerte aumento del déficit y ralentización de la actividad (período 1980-1990). Así, y de acuerdo con estas interpretaciones, el déficit influye sobre el tipo de interés, que además tiende a crecer por encima del crecimiento del PIB cuando el déficit aumenta. Por esta razón, el déficit público llevaría incorporados ciertos mecanismos de autoalimentación potencialmente desestabilizadores. Los gráficos 14 y 15 presentan evidencia internacional referida a países que han experimentado importantes procesos de crecimiento de la deuda pública en los últimos decenios. En ambos casos, la interpretación apuntada para el caso español es ahora todavía más nítida, lo que tiende a reforzar la validez de la interpretación anteriormente sugerida. En resumen, se puede observar una relación tendencial en la evolución temporal del tipo de interés y la tasa de crecimiento del PIB y, en general, aquél tiende a ser mayor que ésta cuando la deuda pública viva crece de forma sostenible debido a déficit públicos permanentes.

4. Otros factores influyentes

Por medio del enfoque financiero, se puede analizar la influencia de otro tipo de variables, importantes en ocasiones (las variables exteriores, analizables en este marco, se consideran en el apartado IV). Una de ellas es el crecimiento monetario no esperado, o la «sorpresa monetaria». Cuando la autoridad monetaria trata de controlar el crecimiento de los agregados monetarios, un excesivo crecimiento de éstos por encima de lo deseable tendrá una respuesta restrictiva por parte de la autoridad, probablemente. Si los mercados financieros anticipan esta respuesta, y la probable alza de los tipos de interés que la acompañará, tratarán de deshacer posiciones en activos a largo plazo, lo que presionará los tipos al alza en el momento actual. Así, incrementos monetarios irán asociados a incrementos de los tipos de interés. Esto es algo sorprendente, dado que la primera relación que se ha discutido y contrastado favorablemente es una asociación negativa entre los tipos y el crecimiento monetario. La paradoja se resuelve si se observa que ahora nos estamos refiriendo, exclusivamente, a la parte no anticipada del crecimiento monetario (la sorpresa monetaria). Además, si los tipos no han descendido y la cantidad de dinero y crédito ha aumentado, esto implica necesariamente que la demanda también lo habrá hecho. Por esta razón, este fenómeno implica que la oferta monetaria es parcialmente endógena, en el sentido de que el sector privado crea sus instrumentos de pago cuando los requiere, más allá de los agregados

controlados por las autoridades. Esto explicaría el mantenimiento de los tipos de interés anterior al anuncio del crecimiento de la oferta monetaria y crediticia, y a pesar de él. En conjunto, este fenómeno es más probable que ocurra en sistemas donde se practica un control de los agregados monetarios, y donde los mercados poseen suficiente capacidad de innovación financiera (posiblemente, debido a la aplicación reiterada de dicha política de control).

La volatilidad de los tipos de interés es un factor señalado en ocasiones como determinante del nivel de los tipos. No obstante, aunque la fundamentación teórica es clara, es más raro encontrar este efecto empíricamente. La motivación es la siguiente: aumentos de la volatilidad de los tipos generan incertidumbre entre los participantes de los mercados; si éstos ponderan negativamente el riesgo asociado a dicha volatilidad, tenderán a sustituir sus posiciones a más largo plazo por otras a corto plazo para, de esta manera, evitar la exposición al riesgo derivado de las posibles pérdidas de capital que generan las posiciones a largo plazo ante aumentos de los tipos. En definitiva, se demandarán posiciones más líquidas, lo que conducirá a un aumento de tipos si la oferta de liquidez es fija (9).

III. ENFOQUE REAL

El enfoque real para el análisis de la determinación de los tipos de interés, en su versión extrema, ofrece una alternativa prácticamente opuesta al enfoque financiero para explicar el nivel y evolución de los tipos de interés. En la práctica, normalmente, la preponderancia de uno u otro dependerá de las particulares condiciones del momento, e incluso puede que sean relevantes conjuntamente (aunque ambos con intensidad limitada en este caso, claro está). La hipótesis básica de este enfoque es que el tipo de interés real es la rentabilidad general de la economía, que, por lo tanto, debe estar determinado por factores reales más que por influencias monetarias que no afectan a la economía a largo plazo. Por idéntica razón, si la rentabilidad de la economía depende, fundamentalmente, de aspectos técnicos, el tipo de interés real tenderá a ser más bien fijo a corto plazo, y sus variaciones serán, más bien, de tipo tendencial. El tipo de interés real estará determinado, de acuerdo con este enfoque, por la oferta y demanda de ahorro global de la economía, siendo el valor que haga coincidir ambas (la demanda de ahorro es la demanda de inversión y depende negativamente del tipo de interés, mientras que la oferta lo hace positivamente). Finalmente, y por definición, el tipo de interés real es igual al tipo nominal menos la tasa de inflación

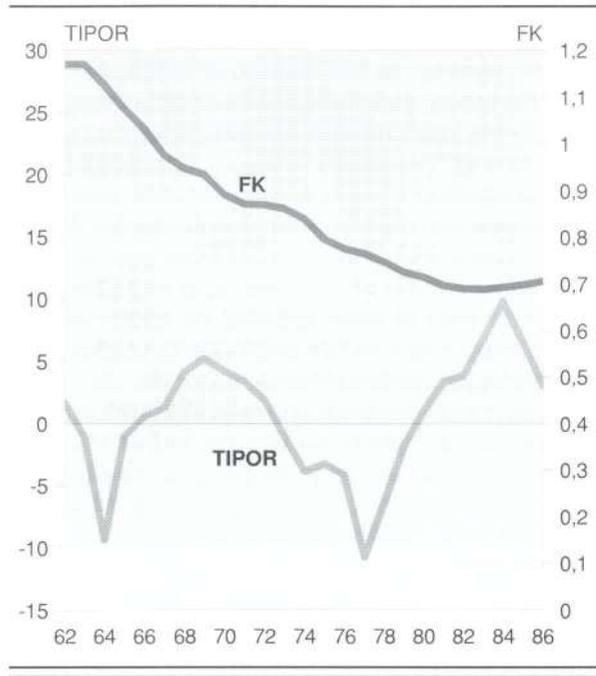
(esperada, para ser estrictos). Así, y dado que el tipo real está determinado en el sector real, el tipo nominal será igual, simplemente, al tipo real más la tasa de inflación. Es importante observar que el sentido de la causalidad va, ahora, del tipo real hacia el nominal, mientras que en el enfoque financiero ocurría más bien lo contrario, ya que se estudiaba la determinación del tipo nominal para obtener posteriormente el tipo real sustrayéndole la tasa de inflación. A continuación se presenta evidencia empírica nacional e internacional sobre esta hipótesis.

1. El papel de la productividad del capital

Comenzaremos por señalar que en el mercado de ahorro intervienen, como determinantes básicos, la productividad del capital, por el lado de la demanda de inversión, y la preferencia temporal por el consumo, por el lado de la oferta de ahorro. En principio, y en términos algo abstractos, un comportamiento racional requiere que la productividad del capital iguale al tipo de interés real (más la tasa de depreciación, para ser más precisos); si aquella fuera superior a éste, por ejemplo, sería provechoso endeudarse para aumentar el volumen de producción hasta que las oportunidades de inversiones rentables se agotaran. Además, dicha productividad deberá igualarse a la tasa a la que los ahorradores están dispuestos a sustituir consumo futuro por consumo actual (más de una unidad de consumo futuro por unidad de consumo actual es el supuesto habitual). En definitiva, y dado que esta tasa de preferencia temporal es un parámetro subjetivo de difícil medición empírica y que, por otra parte, deberá igualarse a la productividad del capital, es más sencillo utilizar esta variable para estudiar la relevancia empírica del enfoque real.

El gráfico 16 presenta evidencia relativa a España. Aunque, en conjunto, no puede establecerse una relación clara, en algunos tramos podría existir (por ejemplo, el período 1969-1977). En todo caso, y dada la escasa significación del concepto de «tipo de interés real» en el caso español, puede que la ausencia de una relación más evidente con la productividad del capital sea debida a ello. Los gráficos 17 y 18 presentan, respectivamente, evidencia relativa a Alemania y Estados Unidos, países con mercados financieros más desarrollados y transparentes que los nuestros, en principio, y en los que, por este motivo, el concepto de tipo de interés real sí debería poseer mayor significado. En ambos casos puede comprobarse, efectivamente, que, por lo menos a partir de 1980 aproximadamente, la relación buscada aparece en términos generales, aunque no sea muy estrecha (10). En conjunto, por tanto, es razonable concluir que

GRAFICO 16
TIPO DE INTERES REAL (TIPOR)
Y PRODUCTIVIDAD DEL CAPITAL (FK).
ESPAÑA



dicha relación entre el tipo de interés real y la productividad del capital parece existir de modo tendencial. Para que se dé efectivamente, no obstante, es importante que las expectativas de inflación puedan formularse con claridad, pues de otro modo el mismo concepto de tipo real de interés carece de significado. Por último, la relación buscada se da, a pesar de que el tipo real de interés no es excesivamente constante, como presumía este enfoque.

2. El papel de la tasa de inflación

De acuerdo con el argumento que se está siguiendo en este apartado, el tipo de interés nominal debería reflejar en gran medida las variaciones de la tasa de inflación, e incluso de la inflación adelantada. Los gráficos 19 y 20 comparan la evolución histórica de la inflación y los tipos en España. Una primera impresión no permite observar la relación buscada. En el gráfico 19, por ejemplo, los picos de 1977 y 1984 están excesivamente alejados en el tiempo como para que pueda establecerse una relación entre ambos. No obstante, y aunque con retraso, parece registrarse una cierta influencia de la inflación sobre el tipo nominal, a partir de principios de la década de 1980, que se acentúa y hace más próxima con el paso del tiempo. El gráfico 20 parece registrar la relación buscada, aunque sólo sea levemente y en los últimos cuatro o cinco años.

GRAFICO 17
TIPO DE INTERES REAL DE LAS LETRAS (ALR)
Y PRODUCTIVIDAD DEL CAPITAL (AFK)
ALEMANIA



GRAFICO 18
TIPO DE INTERES REAL DE LAS LETRAS (USLR)
Y PRODUCTIVIDAD DEL CAPITAL (USFK)
ESTADOS UNIDOS



GRAFICO 19
TIPO DE INTERES MONETARIO (TIPO)
Y TASA DE INFLACION (PI).
ESPAÑA

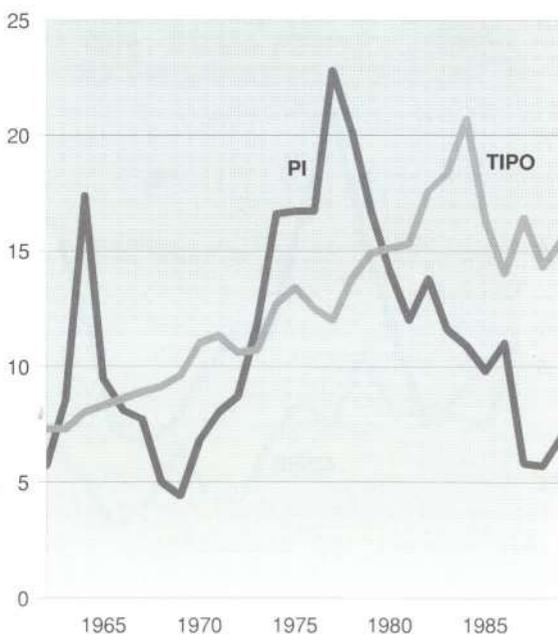
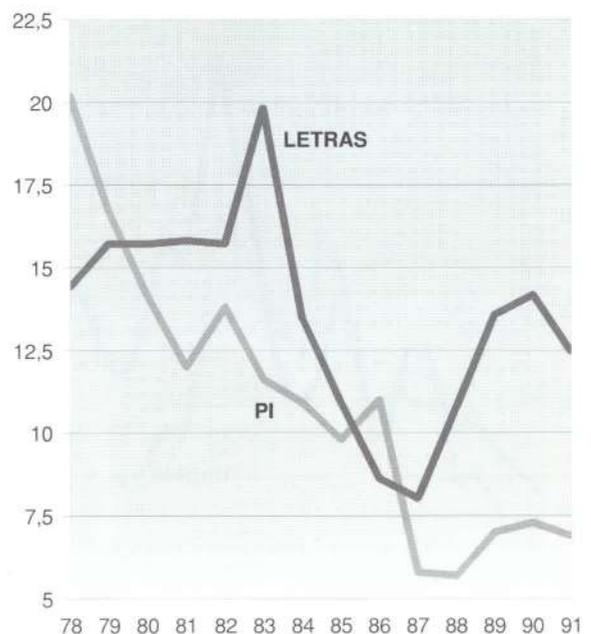


GRAFICO 20
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (LETRAS)
Y TASA DE CRECIMIENTO DEL DEFLACTOR
DEL P.I.B. (PI). ESPAÑA



Esta ausencia de relación, o su debilidad en todo caso, es algo sorprendente, dada la insistencia con que se afirma dicha dependencia en todos los ámbitos, incluida la prensa económica (11). Tiene especial interés en este caso, por tanto, estudiar la evidencia internacional detalladamente.

Comenzaremos por analizar países con mercados financieros desarrollados y con tasas de inflación comparativamente bajas. Es lógico suponer que, en estas condiciones, las expectativas de inflación pueden formarse con cierta claridad, lo que, a su vez, permitirá evaluar mejor la rentabilidad real de las inversiones nominales. Los gráficos 21, 22 y 23 muestran los casos de Estados Unidos, Japón y Alemania. En todos ellos, la relación comentada es patente, especialmente en el caso de Estados Unidos; en el caso japonés, la relación es también acusada, excepto por los «picos» inflacionarios de los años 1973 y 1974, que probablemente sorprendieron a los agentes económicos, dada la anterior trayectoria de estabilidad; en el caso alemán, finalmente, la relación es más tenue, pero se acentúa con el tiempo. Es razonable concluir, por tanto, que en sistemas financieros desarrollados se puede esperar que exista una relación definida y positiva entre la tasa de inflación y los tipos nominales de interés. Consideremos ahora el caso de dos países que han experimentado fuertes procesos de inflación en las dos décadas pasadas, como

GRAFICO 22
TIPO DE INTERES DE LOS BONOS (JB)
Y VARIACION DEL DEFLADOR DEL P.I.B. (JDPIB)
JAPON

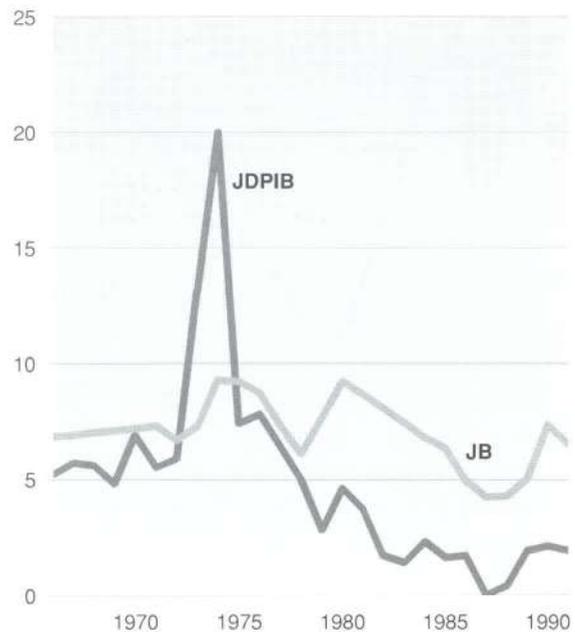


GRAFICO 21
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (USL)
Y VARIACION DEL DEFLADOR DEL P.I.B. (USDPIB)
ESTADOS UNIDOS

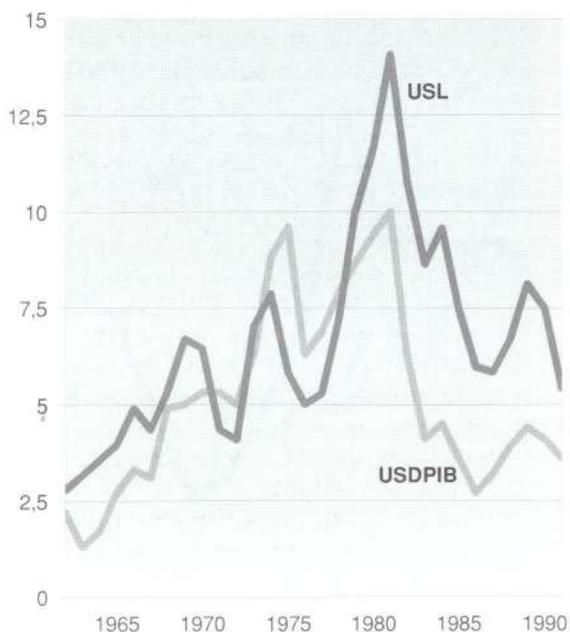
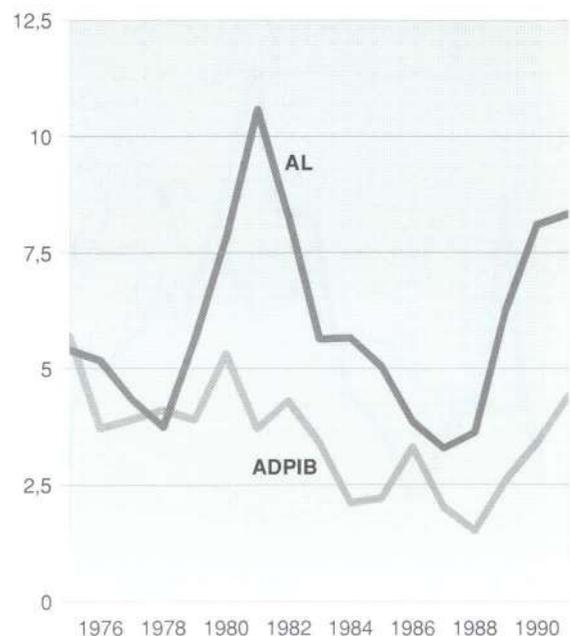


GRAFICO 23
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (AL)
Y VARIACION DEL DEFLADOR DEL P.I.B. (ADPIB)
ALEMANIA



son Israel y Argentina (véanse los gráficos 24 y 25). El impacto de la inflación en los tipos nominales es notable y se observa sin discusión, especialmente cuando la inflación se acelera. También merece destacarse que, en el caso de Israel, la respuesta del tipo nominal a la inflación es muy superior a la unidad, mientras que en el caso argentino no. Esta diferencia se debe, probablemente, a las diferentes formas de financiación del déficit: la financiación monetaria disminuye momentáneamente los tipos de interés, mientras que la financiación con emisión de deuda presiona fuertemente al alza a los tipos reales. En todo caso, la conclusión en este caso es también inequívoca: las hiperinflaciones conducen a aumentos importantes de los tipos nominales de interés. Finalmente, el gráfico 26 presenta el caso griego, un país con inflación superior a la española, pero sin llegar a la hiperinflación, y con mercados financieros no excesivamente desarrollados. En este caso, podemos confirmar cierta relación tendencial entre ambas variables, además de alguna coincidencia puntual, aunque esporádica. La relación parece más observable que en el caso español, pero tampoco es especialmente notable. Este último ejemplo permitiría interpretar el caso español en el sentido de que, con mercados financieros no muy desarrollados e inflación relativamente baja y variable, el impacto de la inflación en los tipos nominales es de orden menor.

Por último, los gráficos 27, 28 y 29 analizan la estabilidad o inestabilidad del tipo real de interés, comparando su evolución con la de variables relacionadas. En todos los casos, se comprueba una inestabilidad de los tipos reales considerable, lo que permite rechazar, con bastante seguridad, la hipótesis de estabilidad, o evolución lenta, del tipo de interés real de la economía. Es evidente también, especialmente en los casos argentino y griego, que variaciones importantes y repentinas de la tasa de inflación, probablemente poco previsibles con antelación, repercuten en descensos inmediatos de los tipos reales: es decir, los tipos nominales permanecen estables, sin recogerlas. Sin embargo, y al cabo de cierto plazo, los tipos reales tienden a recuperar su nivel anterior; esto permite concluir que, quizá, la relación entre tipos nominales e inflación debe descomponerse en dos partes: la anticipada y la no anticipada. Aquélla se incorporará plena y rápidamente a los tipos nominales; la no anticipada, no obstante, es probable que provoque un inmediato descenso de los tipos reales, para ser incorporada a los tipos nominales solamente después de cierto plazo.

Antes de resumir los resultados de este epígrafe, es casi obligado ofrecer alguna explicación al porqué de la ausencia de relación entre tipos nomina-

GRAFICO 24
TIPO DE INTERES DE LOS DEPOSITOS (ARD)
Y DEFLACTOR DEL P.I.B. (ARDPIB)
ARGENTINA

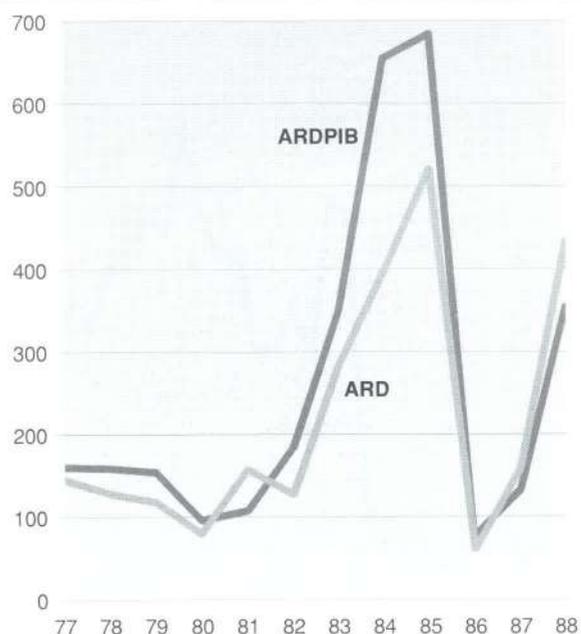


GRAFICO 25
TIPO DE INTERES DE LOS PRESTAMOS (IRPR)
Y DEFLACTOR DEL P.I.B. (IRDPIB)
ISRAEL

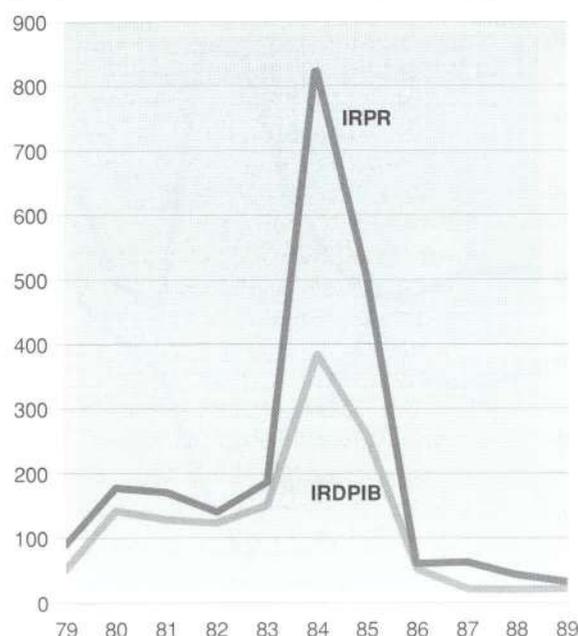


GRAFICO 26
TIPO DE INTERES DE LOS PRESTAMOS (GRPR)
Y DEFLACTOR DEL P.I.B. (GRDPIB)
GRECIA

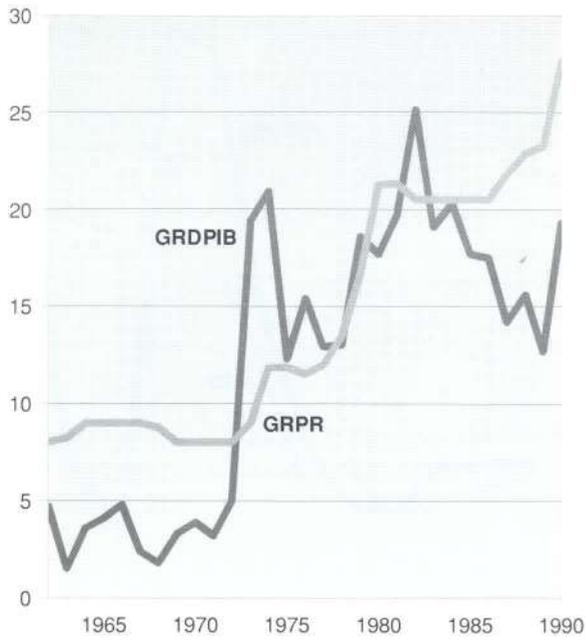


GRAFICO 27
TIPO DE INTERES REAL (TIPOR)
Y TIPO DE INTERES MONETARIO (TIPO)
ESPAÑA

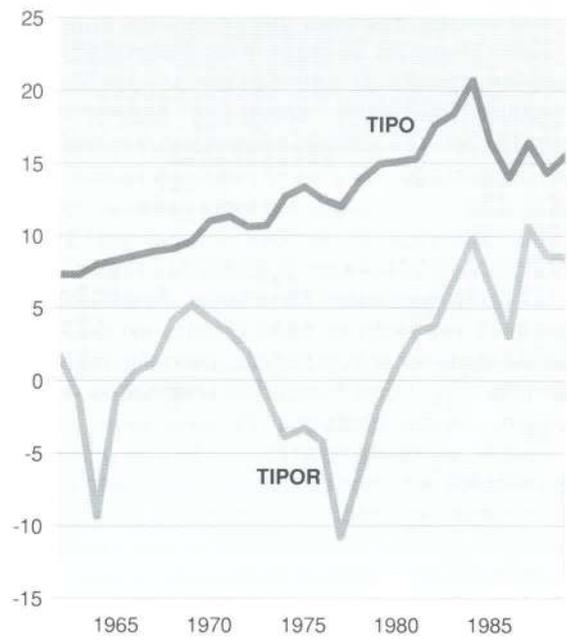


GRAFICO 28
TIPO DE INTERES REAL DE LOS
DEPOSITOS (ARDR) Y DEFLACTOR DEL P.I.B.
(ARDPIB). ARGENTINA

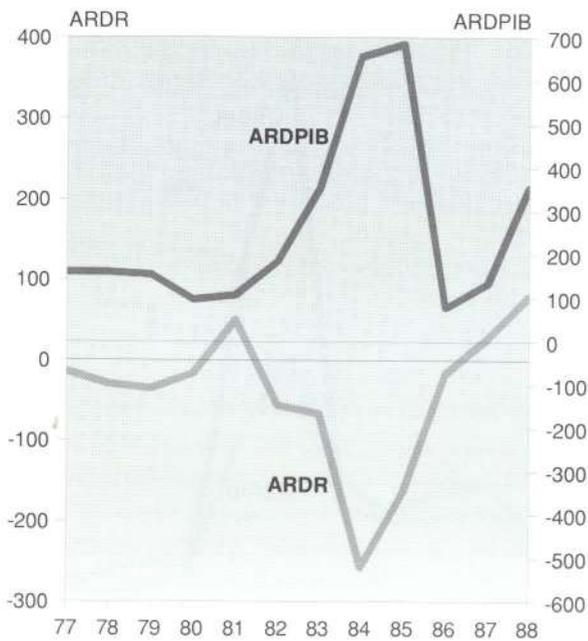
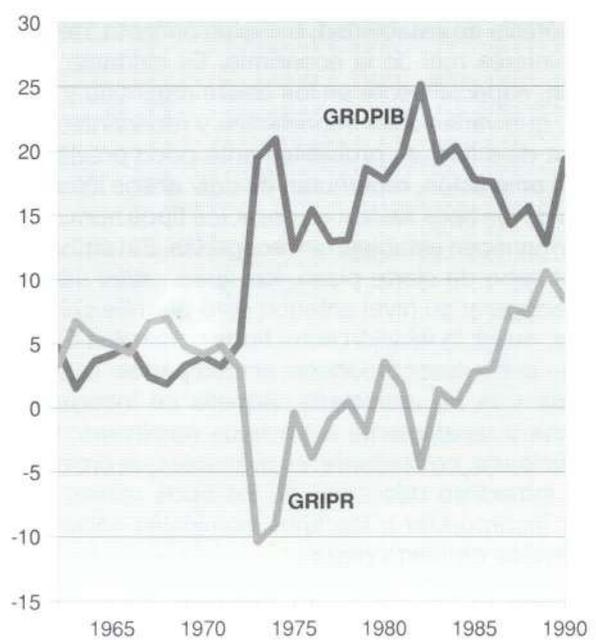


GRAFICO 29
TIPO DE INTERES REAL DE LOS PRESTAMOS
(GRIPR) Y DEFLACTOR DEL P.I.B. (GRDPIB)
GRECIA



les e inflación en países como España. Existen, al menos, dos posibles explicaciones para este hecho: una institucional y otra teórica. La explicación institucional se basa en la dificultad para la formación de expectativas de inflación coherentes con la realidad. Así, durante el período anterior a la implantación de una política monetaria de control estricto, los períodos restrictivos solían preceder fases más permisivas (12). Esta política dubitativa y cambiante dificultaba, como es natural, la formación de expectativas claras por parte del mercado respecto a los objetivos de las autoridades y, por tanto, también respecto a los objetivos de inflación y a la inflación misma. Posteriormente, la falta de cumplimiento de los objetivos monetarios, la importancia creciente del mercado de trabajo en la inflación y, en general, el incumplimiento de los objetivos gubernamentales sobre precios han dificultado también la formación de expectativas correctas sobre la inflación.

Sin pretender restar importancia a la explicación anterior, existe otra de corte más teórico y cierta antigüedad en la historia del pensamiento económico (13). Para exponerla, comenzaremos por considerar la demanda de dinero (o de crédito), y supondremos, como es habitual, que depende negativamente del tipo nominal de interés. Por otra parte, la inversión, y en consecuencia el nivel de actividad, dependerán negativamente del tipo de interés real. Consideremos, ahora, los efectos de un aumento en la tasa de inflación. En principio, y dado un tipo real constante, esto supondrá un incremento del tipo nominal de interés, y así, un descenso en la demanda de dinero (o de crédito). Con una oferta monetaria fija, esto permitirá un descenso del tipo de interés real y, por tanto, un aumento de la actividad agregada, lo que, a su vez, generará una mayor demanda de crédito y de dinero y, en consecuencia, una cierta elevación del tipo de interés (real). En resumen, un aumento de la tasa de inflación en este marco de análisis conduce a un incremento de los tipos nominales de interés, pero también de los reales, aunque en menor medida. Esto explicaría por qué los impactos de la tasa de inflación en los tipos nominales son apreciables, pero menores que la unidad. Este argumento podría contribuir también a explicar por qué los tipos de interés reales no son excesivamente constantes y reflejan factores e influencias de origen monetario, además de influencias reales.

Una última hipótesis se ha aducido, ocasionalmente, para explicar la ausencia de relación entre las variables bajo estudio. De acuerdo con ella, los agentes económicos basan sus decisiones en la remuneración, o coste, real después de impuestos. Así, el tipo nominal se obtendría sumando la tasa esperada de inflación al tipo real, en primer lugar,

y multiplicando esta cantidad, en un segundo paso, por el correspondiente factor de corrección impositiva. Un incremento de la inflación en este punto supondría, en consecuencia, un aumento del tipo nominal en más de un punto, y el efecto se acentúa con un sistema impositivo progresivo. El problema que presenta esta argumentación es que, en la práctica, lo que se observa es una respuesta de los tipos a la inflación menor que la unidad, mientras que lo que ella sugiere es que la respuesta es mayor que la unidad. En todo caso, puede tener relevancia ocasional.

Para resumir los resultados de este epígrafe, concluiremos diciendo que en sistemas financieros desarrollados y estables, o en situaciones hiperinflacionarias, la respuesta de los tipos nominales a la inflación es patente, aunque ocasionalmente se refleje con retraso, debido a la posible inercia en la formación de expectativas de inflación. En otras condiciones, mercados menos desarrollados e inflación razonablemente baja, la relación es más tenue. En estos casos, la ausencia de relación puede explicarse por motivos institucionales, o más fundamentales, de acuerdo con el argumento expuesto anteriormente.

IV. ENFOQUE EXTERIOR

El análisis de los factores exteriores en la determinación del tipo de interés se puede abordar desde el punto de vista financiero o, por el contrario, desde el punto de vista real. Esta influencia de los factores externos se puede formalizar de diversas maneras para obtener, finalmente, que el tipo de interés nacional es un resultado combinado de influencias nacionales y de los tipos de interés internacionales. Aquí vamos a prescindir de este aparato formal y nos vamos a centrar en lo que parecen los factores básicos que, desde el sector exterior, pueden influir en los tipos nacionales. Estos factores son la balanza comercial, y directamente los tipos de interés exteriores, nominales y reales. A su vez, es importante diferenciar entre situaciones de tipos de cambio fijos o flexibles y ausencia o libertad internacional de movimientos de capitales.

1. El papel de los tipos de interés exteriores

Comenzaremos este epígrafe elaborando algunas reflexiones sobre las probables relaciones entre los tipos de interés nacionales e internacionales. En principio, podría esperarse un considerable grado de convergencia entre los tipos nominales de diferentes países bajo un sistema de tipos de cambio fijos, y si la movilidad de capitales es alta; la razón, en este caso, es el puro arbitraje. Por su-

puesto, los tipos de cambio nunca son completamente fijos y son susceptibles de revisión, lo que puede explicar ciertas, e incluso considerables, diferencias entre los tipos nominales de distintos países. Bajo un sistema de tipos de cambio variables, la situación es diferente: ahora al tipo de interés exterior, para ser comparable con el nacional, debe añadirse la posible depreciación esperada del tipo de cambio (o restar la apreciación, en su caso). De este modo, el diferencial de intereses nominales debe corregirse por los cambios de valor esperados en la cotización relativa de ambas monedas para que sean comparables (la corrección no es necesaria, sin embargo, en el caso de tipos reales). Respecto a los tipos reales de interés, y cuando este concepto tenga significado, se puede esperar cierta convergencia internacional a largo plazo de dicha magnitud, dado que las limitaciones legales a la movilidad de capitales son más efectivas a corto que a largo plazo (mientras un país no decida optar por la autarquía total).

Los gráficos 30, 31 y 32 presentan evidencia relativa a España. En el primero, observamos una considerable coincidencia entre los tipos nominales español y exterior hasta mediados de la década de los setenta (aunque con medias diferentes). Parcialmente, puede explicarse este hecho por la política de control de tipos de interés aplicada internacionalmente, además de por ser los tipos de

GRAFICO 30
TIPO DE INTERES MONETARIO (TIPO)
Y TIPO DE INTERES INTERNACIONAL (TMUNDO)
ESPAÑA

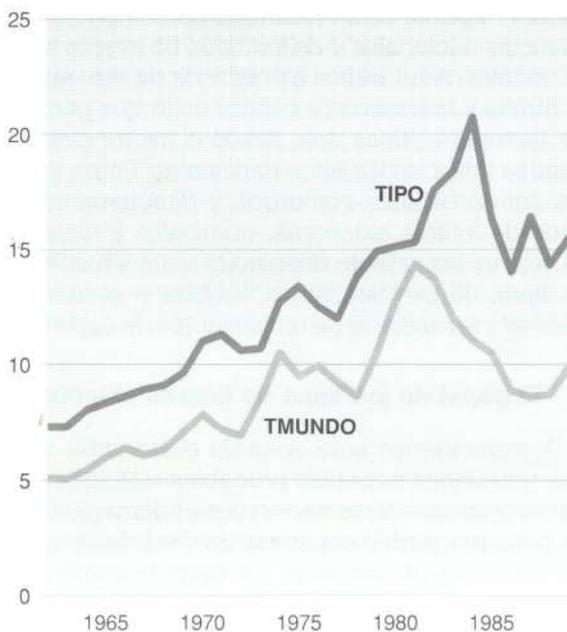


GRAFICO 31
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (LETRAS)
Y TIPO INTERNACIONAL (TMUNDO)
ESPAÑA

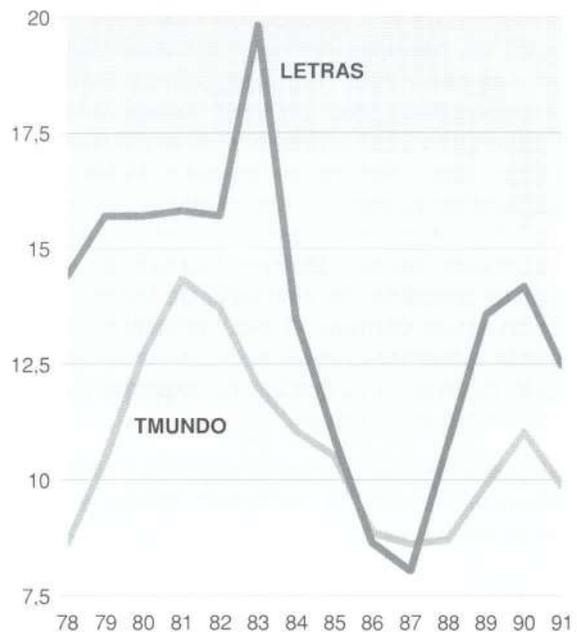
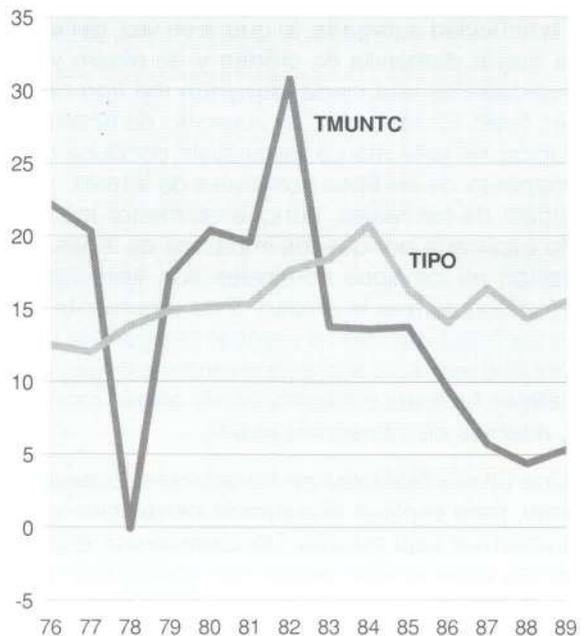


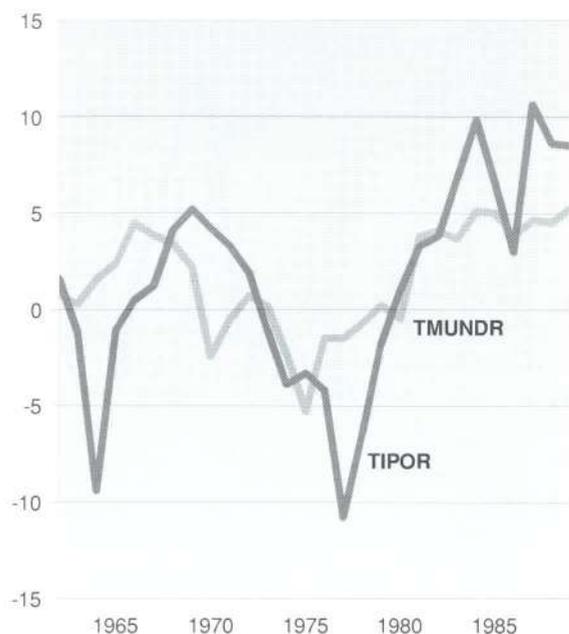
GRAFICO 32
TIPO DE INTERES MONETARIO (TIPO) Y TIPO DE
INTERES INTERNACIONAL MAS EXPECTATIVAS DE
DEPRECIACION DE LA PESETA (TMUNTC). ESPAÑA



cambio fijos (aunque sometidos a revisiones periódicas). En las dos últimas décadas, sin embargo, la coincidencia es menor, y la razón doble: 1) aplicación de políticas de control del crecimiento monetario, que implican mayor volatilidad de tipos nominales, y 2) abandono del sistema de tipos de cambio fijos. El gráfico 31, referido a tipos a corto plazo, revela también cierta coincidencia en la dirección del ciclo nacional e internacional de los tipos de interés (aunque de diferente magnitud y con picos no coincidentes, como los años 1983 y 1984). El gráfico 32, a continuación, corrige el tipo nominal exterior por las variaciones observadas en la cotización de la peseta, tal como se ha indicado anteriormente. De nuevo observamos cierta coincidencia tendencial, pero probablemente menor que en el gráfico anterior. Dada la dificultad de predecir la evolución de los tipos de cambio, salvo en ocasiones puntuales en las que la cotización de una moneda se aleja marcadamente de sus fundamentos, este resultado no es sorprendente; la mejor predicción a corto plazo sobre el tipo de cambio futuro será su valor actual, lo que equivale a decir que, al comparar rentabilidades nominales internacionalmente, puede ser razonable olvidar los posibles cambios en la cotización esperada de la moneda (puesto que, en definitiva, son impredecibles). Antes de pasar a analizar la evidencia internacional, el gráfico 33 efectúa una comparación entre los tipos reales de interés español e internacional (14). Con algo de esfuerzo, es relativamente evidente observar una considerable coincidencia en la evolución común de ambos tipos de interés, aunque sea tendencialmente, y a pesar de ciertos picos más acusados en el tipo español que en el internacional (esta coincidencia sería más notable si suavizáramos el tipo español tomando, por ejemplo, una media móvil de tres años). Es interesante señalar que esta relación existe a través de diferentes regímenes de tipo de cambio (fijos o flexibles, antes y después de 1973, aproximadamente) y a pesar de la limitada relevancia del concepto de tipo de interés real en el caso español.

Los gráficos 34 y 35 presentan evidencia internacional sobre los temas bajo análisis. En el primero de ellos, se compara la evolución de los tipos nominales de varios países europeos, actualmente pertenecientes al SME. Antes de 1973, en el período de tipos de cambio fijos, se produce un considerable grado de convergencia nominal, como era esperable; posteriormente, y a pesar del objetivo de estabilidad cambiaria perseguido a través del SME, las divergencias son mucho mayores. Concretamente, aparecen dos áreas monetarias dentro de las cuales los tipos nominales convergen, pero distanciadas claramente entre sí: el área del marco alemán, que en el gráfico engloba a la moneda

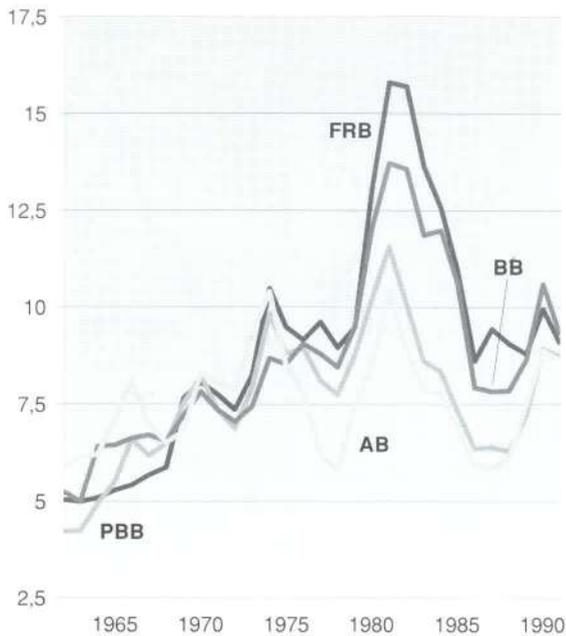
GRAFICO 33
TIPO DE INTERES REAL DE ESPAÑA (TIPOR)
Y TIPO DE INTERES REAL
INTERNACIONAL (TMUNDR)



holandesa, y el área del franco francés, que engloba al franco belga. Esta disparidad entre áreas se debe a la debilidad relativa del franco francés respecto al marco alemán en el período analizado (de hecho, el franco francés se devaluó periódicamente). Así, los tipos nominales convergen dentro del área, y entre áreas el diferencial tiende a reflejar las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio. Por último, el gráfico 35 compara la evolución de los tipos reales en las tres economías más importantes del mundo occidental. Excepto por un fuerte pico negativo en el año 1974 en Japón, la convergencia tendencial es visualmente evidente, tanto en el período de tipos de cambio fijos como en el de tipos flexibles. Esta convergencia es demasiado consistente a lo largo de un período dilatado de tiempo, con frecuentes perturbaciones económicas de origen diverso, como para que sea espuria y atribuible a la influencia de terceros factores subyacentes y no observados. Lo razonable es concluir que, de alguna manera, se produce cierto arbitraje internacional que hace converger las diferentes rentabilidades nacionales.

Las conclusiones más nitidas de este epígrafe son, probablemente, las dos siguientes: 1) los tipos de interés reales tienden a converger internacionalmente, independientemente del sistema de tipos de cambio, e incluso, parece, de las eventuales restricciones legales a la movilidad de capitales, y

GRAFICO 34
TIPOS DE INTERES NOMINALES DE LOS BONOS:
ALEMANIA (AB); BELGICA (BB);
PAISES BAJOS (PBB); Y FRANCIA (FRB)



2) los tipos de interés nominales, con movilidad relativa de capitales y tipos de cambio fijos, convergen a lo largo del tiempo. Respecto a la posible convergencia nominal de tipos de interés con flexibilidad de tipos de cambio, la conclusión es más ambigua. Si al menos la dirección, aunque no la magnitud, de la variación esperada en el tipo de cambio es predecible, los diferenciales de tipos de interés nominales tenderán a reflejarla. Si, por el contrario, la evolución del tipo de cambio es poco consistente, de modo que es impredecible a todos los efectos prácticos, de darse alguna convergencia, lo hará en los tipos de interés nominales directamente (15). Para finalizar, y aunque no sea el objeto central de este epígrafe, es interesante observar que estas conclusiones permiten interpretar las devaluaciones de la peseta ocurridas en el otoño de 1992 bajo un nuevo prisma. Así, la situación anterior a las devaluaciones se caracterizaba, a grandes rasgos, por unos tipos de interés nominales españoles superiores a la media europea, equivalencia de tipos reales de interés y, por supuesto, estabilidad del tipo de cambio. De acuerdo con las dos principales conclusiones de este epígrafe, esta situación no podía ser sostenible y, o bien la inflación y los tipos de interés nominales en España descendían hasta alinearse con los europeos, o bien se producía una devaluación que equiparase la rentabilidad en diferentes monedas, que es lo que finalmente ocurrió.

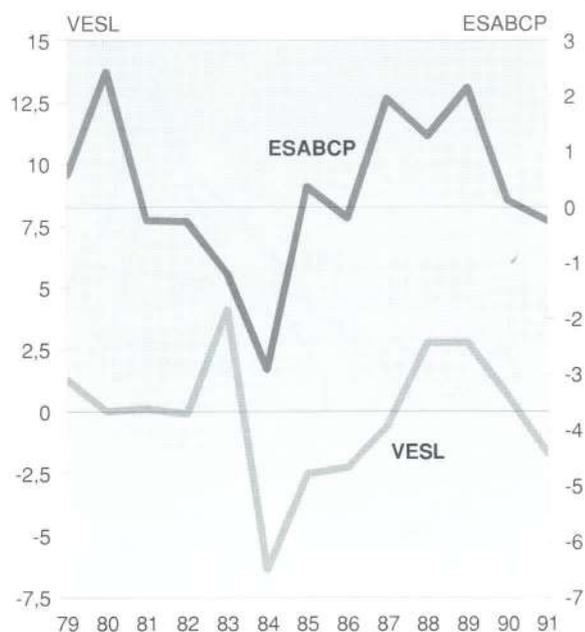
GRAFICO 35
TIPOS DE INTERES REALES DE LOS BONOS:
ALEMANIA (ABR); JAPON (JBR);
Y ESTADOS UNIDOS (USBR)



2. El papel de la balanza comercial

Si un país no está perfectamente integrado en los mercados financieros internacionales, es probable que ante un déficit exterior se vea obligado a subir sus tipos de interés para atraer capitales exteriores que lo financien. Esta idea tan básica es la que sugiere que podría existir relación entre el saldo de la balanza comercial y los tipos de interés nacionales. El gráfico 36 presenta evidencia relativa al caso español, donde se puede comprobar que, efectivamente, esto es lo que parece haber ocurrido desde 1982, cuando menos, y especialmente en los últimos tiempos, como se ha sugerido en numerosos ámbitos de opinión. También en este caso procede analizar la evidencia internacional y determinar en qué sentido este resultado es robusto. El gráfico 37 presenta el caso japonés. Este país se ha caracterizado por generar unos importantísimos superávits comerciales en, al menos, los últimos veinticinco años (excepto algunos déficit ocasionales; nótese que el déficit se mide con signo positivo, de modo que los valores negativos corresponden a superávit). A partir de 1971, la correlación entre déficit (o superávit) y tipos de interés es evidente. En este caso, no obstante, la interpretación aplicada al caso español no es válida, puesto que ahora se trata de un país con superávit. Más bien, ahora se trata de un país prestamista en la esfera internacional, con mercados finan-

GRAFICO 36
VARIACION DEL TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (VESL) Y DEL SALDO COMERCIAL (ESABCP) ESPAÑA



cieros integrados internacionalmente. Además, se trata de un país con superávits significativos en el contexto internacional, de modo que las variaciones de su saldo exterior influyen apreciablemente sobre la oferta total mundial de préstamos. Así, en este caso, la correspondencia entre tipos de interés y saldo comercial es debida, probablemente, a que los excedentes exteriores son de tal volumen que sus variaciones afectan significativamente a la oferta total de fondos prestables y, por tanto, al tipo de interés. Finalmente, el gráfico 38 presenta el caso inglés. Se trata, ahora, de un país con mercados financieros desarrollados y bien integrados en los mercados internacionales, pero con saldos exteriores no significativos, ni en volumen ni en signo. En este caso, no se observa ningún patrón claro de covariación entre el saldo exterior y los tipos de interés, y la explicación, probablemente, reside en que el volumen de los déficit o superávits exteriores es poco significativo en el contexto internacional. Así, las variaciones del saldo exterior, positivas o negativas, no suponen cambios significativos en la oferta o demanda total mundial de ahorro y, por tanto, no influyen sobre su tipo de interés.

En este epígrafe, la posible relación entre tipos de interés y saldo exterior se ha analizado a través de tres casos significativos, y las conclusiones son las siguientes: 1) en el caso de un país relativamente pequeño, pero cuyos mercados financieros no

GRAFICO 37
TIPO DE INTERES DE LOS BONOS (JB) Y DEFICIT (+) DE LA BALANZA COMERCIAL (JDBC) JAPON

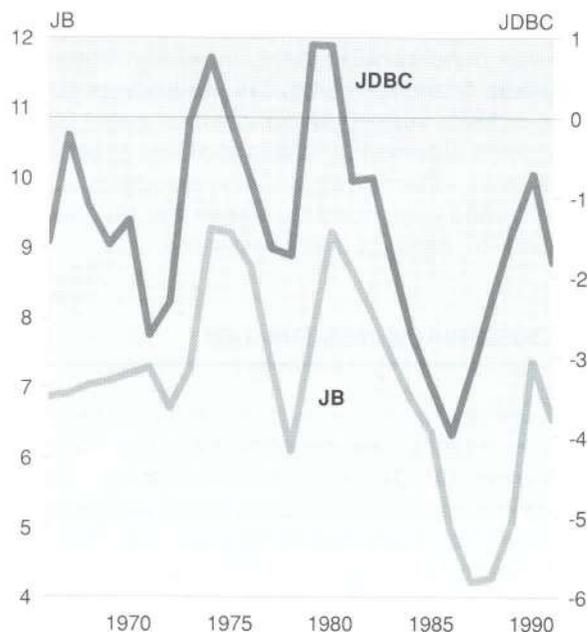
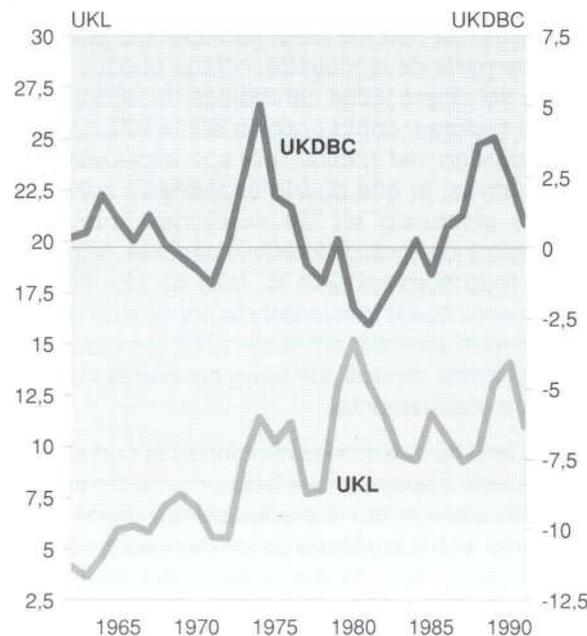


GRAFICO 38
TIPO DE INTERES DE LAS LETRAS (UKL) Y DEFICIT (+) DE LA BALANZA COMERCIAL (UKDBC). REINO UNIDO



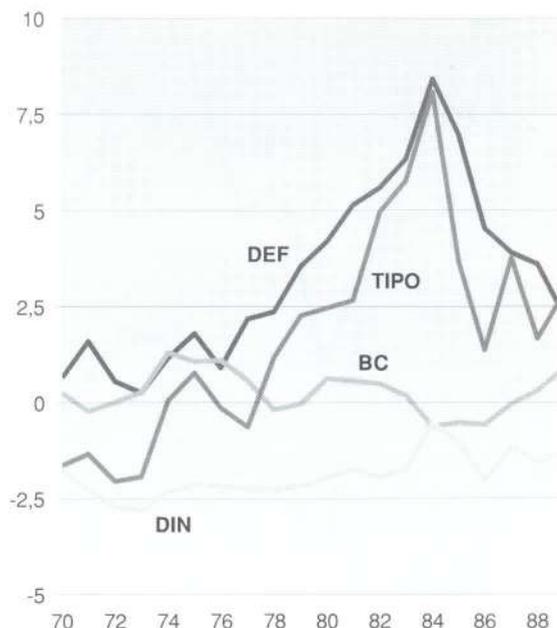
están bien integrados, déficit exteriores requieren alzas de los tipos de interés nacionales para su financiación; 2) si el país es pequeño, pero, por el contrario, sus mercados están integrados con los internacionales, los eventuales déficit exteriores no requerirán elevaciones de los tipos de interés para su financiación, y, por último, 3) en el caso de un país con ponderación internacional significativa, e integrado financieramente, las variaciones de su saldo exterior supondrán variaciones perceptibles de la oferta o demanda total mundial de préstamos y, por tanto, influirán sobre su tipo de interés (suponiendo, claro está, que éste sea un tipo de referencia para los créditos internacionales).

V. OBSERVACIONES FINALES

Un ejercicio interesante, antes de cerrar este trabajo, es intentar una descomposición explicativa de la evolución de los tipos de interés en España bajo el prisma de las hipótesis y resultados presentados en los apartados anteriores (16). El gráfico 39 presenta el resultado de dicha descomposición, basada en un análisis estadístico simple (17). De acuerdo a esta descomposición, el papel del déficit público (DEF) en el fuerte ascenso, hasta 1984, y posterior caída de los tipos de interés es decisivo. El saldo de la balanza comercial (BC) es otro factor explicativo importante, especialmente en los años más recientes, cuando los déficit comerciales exteriores, ocasionados por una peseta sobrevalorada, han sido financiados mediante alzas de los tipos de interés. Finalmente, la oferta monetaria (DIN) es el tercer factor explicativo importante, especialmente en las variaciones a corto plazo (esto se percibe claramente en los picos de la última parte de la muestra; nótese que las variaciones del dinero están cambiadas de signo). Otro tipo de factores, como podrían ser la inflación y la productividad del capital, no son especialmente significativos, lo que podría esperarse a partir del análisis efectuado en las secciones anteriores. Respecto a los tipos de interés exteriores, tampoco es del todo sorprendente su falta de significatividad, puesto que la convergencia nominal se observaba, especialmente, antes de 1973, período en el que, de todos modos, los tipos de interés no fluctuaban excesivamente.

Otro tipo de cuestiones relacionadas con el análisis de este trabajo, y que frecuentemente surgen en la discusión sobre la predecibilidad de los tipos de interés, son la hipótesis de los mercados eficientes y la posibilidad de que la autoridad controle el tipo nominal de interés. Respecto a la eficiencia de los mercados de dinero y crédito, en esencia, lo que esta hipótesis sostiene es que los mercados

GRAFICO 39
DESCOMPOSICION
DE LA EVOLUCION
DEL TIPO DE INTERES



incorporan toda la posible información existente, de modo que se agotan las posibilidades de arbitraje y ganancias especulativas sin riesgo. Así, la mejor predicción posible del tipo de interés en el futuro es el tipo de interés actual, pues de otro modo sería posible generar ganancias seguras (si se supiera que va a descender, por ejemplo, bastaría con adquirir futuros para obtener ganancias, en principio, ilimitadas). La discusión que se ha presentado aquí, sin embargo, no es incompatible con esta hipótesis; sería suficiente con suponer que los factores explicativos apuntados influyen contemporáneamente sobre los tipos de interés y que tampoco son predecibles. En cualquier caso, esta hipótesis es extrema, y aunque a corto plazo es cierto que la predicción de los tipos es un asunto difícil, y que depende básicamente de aspectos institucionales, a medio y largo plazo existen tendencias claramente observables, como esperamos haber puesto de manifiesto en el análisis de los apartados anteriores.

La posibilidad de que las autoridades controlen el tipo de interés nominal es otro aspecto que merece consideración, ya que entonces, y aparentemente, la predicción de tipos se reduce a un juego de adivinación sobre las intenciones de la autoridad monetaria. La respuesta obvia a esta observación es que lo que la autoridad no puede alterar son las relaciones económicas observadas y ex-

puestas anteriormente. Así, controlar el tipo de interés exigirá determinados valores para sus determinantes; por ejemplo, no se puede pretender hacer caer los tipos nominales con una inflación alta, o contrariamente, no es posible mantener unos tipos nominales muy superiores a los del entorno si los tipos de cambio son estables y la movilidad de capitales alta. En resumen, en estos casos, el análisis de los determinantes del tipo de interés es útil para averiguar qué políticas son sostenibles y cuáles no, y en este último caso, en consecuencia, para predecir la probable evolución de los tipos de interés.

Llegados a este punto, puede ser conveniente recoger los resúmenes sobre los factores explicativos de los tipos de interés que han ido presentándose en cada apartado:

1) Variaciones de la cantidad de dinero y crédito producen variaciones de signo contrario en los tipos de interés contemporáneamente. Pasado cierto plazo, el efecto tiende a ser del mismo signo (probablemente, debido a la inflación inducida por el crecimiento monetario).

2) El déficit público tiene un efecto del mismo signo y muy significativo sobre los tipos de interés, tanto nominales como reales.

3) El nivel de actividad global influye sobre el nivel de los tipos de interés con el mismo signo. Más significativa es, sin embargo, la convergencia entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento de la economía (aunque sea de modo tendencial y no coincidan exactamente).

4) La productividad del capital, a largo plazo, es un factor explicativo clave del tipo de interés real. Esto es especialmente así cuando el concepto de tipo real de interés posee significado.

5) Los tipos nominales incorporan, en gran medida, la tasa de inflación, siempre que los mercados financieros en cuestión estén suficientemente desarrollados o que se den situaciones de hiperinflación. En otro caso, esta relación no es tan clara y, por tanto, tampoco el concepto de tipo de interés real.

6) Los tipos de interés reales convergen a largo plazo internacionalmente bajo cualquier régimen de tipo de cambio y de movilidad internacional de capitales. La convergencia nominal es más discutible, y tiende a darse en condiciones de estabilidad cambiaria y libertad de movimientos de capitales.

7) La influencia del saldo de la balanza comercial depende, en primer lugar, del tamaño relativo del país en el contexto mundial. Tamaños apreciables influyen significativamente en el volumen de oferta o demanda mundial de fondos y, por tanto,

en su tipo de interés. Si el tamaño del país es pequeño, la influencia del saldo exterior depende del grado de integración financiera internacional: un país poco integrado y que experimente un déficit se verá obligado a aumentar su tipo de interés nacional para financiarlo.

NOTAS

(1) Esta serie y sus fundamentos fueron elaborados inicialmente por I. GARRIDO.

(2) Véase, por ejemplo, MAULEÓN (1987) para una discusión sobre este punto.

(3) Se puede seguir esta polémica, por ejemplo, en artículos y comentarios publicados en los números del *Financial Times* de la época.

(4) La remuneración real del ahorro y el coste de un préstamo son iguales al tipo de interés nominal menos la tasa de inflación del período correspondiente. Así, es lógico suponer que los agentes deciden cuál es el tipo de interés real al que toman decisiones económicas, para posteriormente obtener el tipo nominal, al sumarle la tasa esperada de inflación. Este es el llamado efecto Fisher, debido a que fue este economista quien lo analizó a principios de siglo.

(5) Este efecto se puede analizar igualmente desde el lado de la demanda de dinero. En este caso, se requiere que la deuda pública sea considerada riqueza neta del sector privado. Véase MAULEÓN (1987), por ejemplo, para una discusión sobre este punto.

(6) Si el horizonte de planificación de un agente privado racional es finito —es decir, si los ahorradores privados son mortales, y de hecho lo son, y se preocupan más de su propio bienestar que el de sus herederos—, considerará la deuda pública como riqueza, siempre que el aumento futuro de impuestos esté lo suficientemente alejado en el tiempo como para que no recaiga sobre él. Este argumento está formalizado elegantemente en BLANCHARD y FISCHER (1989).

(7) Este resultado se puede obtener en un contexto mucho más general. Se puede consultar, al respecto, el modelo de crecimiento multisectorial de VON NEUMAN (1945). Agradezco a J. SEGURA que haya puesto en mi conocimiento esta referencia.

(8) Supongamos, por ejemplo, que el 20 por 100 de la renta se ahorra, y que la mitad de esa cantidad se destina a inversión en capital productivo. Supongamos también que el PIB crece a una tasa del 4 por 100 anual, igual al tipo de interés real (el cociente PIB/capital sería 0,4). Así, el límite máximo que podría alcanzar la deuda pública sobre el PIB sería el 250 por 100 (dos veces y media el PIB). Si, finalmente, se desea que, como má-

ximo, el Estado sólo absorba una cuarta parte del ahorro privado destinado a la inversión productiva, el límite finalmente obtenido para el cociente deuda/PIB es el 0,65, ó 65 por 100, que coincide con el objetivo de Maastricht.

(9) Este argumento es aplicable a la elección entre bonos y dinero estricto, o bien, y de forma más realista hoy día, a la elección entre liquidez en sentido amplio y bonos a largo plazo. En este último caso, el fenómeno descrito llevará a un alza de los tipos a largo.

(10) Para calcular la productividad, se ha estimado la productividad marginal a través de la media (en las funciones de producción homogéneas de grado uno, ambas son proporcionales). Las series de capital se han obtenido integrando las series de inversión correspondientes. Para ello, se requieren tres estimaciones arbitrarias: 1) el valor del *stock* inicial de capital; 2) el valor de la tasa de depreciación, y 3) la proporción de inversión total destinada a capital productivo (el FMI sólo publica datos agregados); la necesidad de estimar el *stock* inicial de capital hace que los primeros valores para el *stock* sean menos fiables. Es interesante observar que, precisamente en esa parte de la muestra, la relación con el tipo de interés es menor.

(11) Por ejemplo, PÉREZ (1977), MAULEÓN y PÉREZ (1985) y MAULEÓN (1987) no encuentran este efecto.

(12) Este punto se discute en MAULEÓN y PÉREZ (1985).

(13) Esta explicación fue propuesta por MUNDELL y por TOBIN. Puede analizarse gráficamente por medio de un diagrama ISLM, en el que se mida el tipo de interés real en el eje vertical.

(14) El tipo de interés mundial relevante para España está construido mediante una ponderación de los tipos de las economías más importantes. Las ponderaciones se han calculado teniendo en cuenta los volúmenes de comercio, y la ponderación en el ecu y en la deuda externa. En todo caso, éste es siempre un tema discutible, aunque probablemente no afecta demasiado a los resultados de este trabajo.

(15) Obsérvese, asimismo, que la igualación de los tipos reales de interés más la paridad descubierta de intereses implican conjuntamente el cumplimiento de la paridad del poder de compra. Inversamente, si la hipótesis de la paridad del poder de compra no se cumple, tampoco se cumplirá la paridad descubierta de intereses nominales, aunque los tipos reales se igualen.

(16) El análisis empírico de la determinación de los tipos de interés en España puede consultarse en los trabajos de PÉREZ (1977), MAULEÓN y PÉREZ (1985), MAULEÓN (1987 y 1991), RAYMOND y PALET (1989), AZNAR *et al.* (1991), GARCÍA DURÁN (1986) y TORRERO (1989). Existen también varios estudios internacionales, entre los que podemos señalar los de FELDSSTEIN y ECKSTEIN (1970), MISHKIN (1984) y BARRO y SALA (1990).

(17) La ecuación en la que se basa la descomposición del gráfico 39 es la siguiente:

$$\text{TIPO} = 12,6 - 0,11 \times \text{DIN} + 0,27 \times \text{BC} + 1,0 \times \text{DEFP}$$

(8,0) (1,7) (2,2) (6,5)

$$R^2 = 0,9; \text{ s. e.} = 0,97 \quad ; \quad \text{D. W.} = 2,1; \text{ T} = 20 \text{ (1970-1989)}$$

Las variables DEF y BC están medidas como proporción sobre el PIB. Las variables DIN y BC están diferenciadas una vez.

REFERENCIAS

- ARGIMÓN, I.; GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M., y ROLDÁN, J. M. (1992), «Ahorro, riqueza y tipos de interés en España», *Documentos de Trabajo*, 92/15, Banco de España.
- AZNAR *et al.* (1991), «Estudio econométrico de los determinantes del tipo interbancario a tres meses», *Cuadernos Aragoneses de Economía*, núm. 1.
- BALLABRIGA, F., y SEBASTIÁN, M. (1992), «Déficit público y tipos de interés en la economía española», *Documentos de Trabajo*, 92/20, Banco de España.
- BLANCHARD, O., y SUMMERS, L. (1986), «Perspectivas sobre los elevados tipos de interés mundiales», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 27.
- BLANCHARD, O., y FISCHER, S. (1989), *Lectures on macroeconomic theory*, The MIT Press.
- BARRO, R., y SALA, X. (1990), «World real interest rates», *NBER Macroeconomics annual*.
- CLARIDA, R., y FRIEDMAN, B. (1983), «Why have short term interest rates been so high?», *Brookings Papers on Economic Activity*, número 2.
- FELDSSTEIN, M., y ECKSTEIN, O. (1970), «The fundamental determinants of the interest rate», *Review of Economics and Statistics*, número 52.
- GARCÍA DURÁN, J. A. (1986), «Tipos de interés real: causas coincidentes», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 27.
- GARRIDO, I. (1974), «El rendimiento interno de las obligaciones (1960-1973)», *Estudios Económicos*, núm. 3, Servicio de Estudios, Banco de España.
- MAULEÓN, I. (1987), «Determinantes y perspectivas de los tipos de interés», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 32.
- (1991), «Especificación de ecuaciones para tipos de interés», *Cuadernos Aragoneses de Economía*, núm. 1.
- y PÉREZ (1985), «Interest rate determinants and consequences for macroeconomic performance in Spain», en *Nominal and real interest rates*, Banco Internacional de Pagos, Basilea. También como *Documentos de Trabajo*, núm. 8420, del Servicio de Estudios del Banco de España.
- MISHKIN, F. (1984), «The real interest rate: a multicountry empirical study», *Canadian Journal of Economics*, núm. 17.
- PÉREZ, J. (1977), «El tipo de rendimiento de las obligaciones y la demanda de depósitos», *Estudios Económicos*, núm. 9, Banco de España.
- RAYMOND, J. L., y PALET, J. (1989), «Factores determinantes de los tipos reales de interés en España: el papel del déficit esperado del sector público», *Documentos de Trabajo*, número 50, Fundación FIES.
- TORRERO, A. (1989), «La formación de los tipos de interés y los problemas actuales de la economía española», *Economistas*, número 39.
- VON NEUMAN (1945), «A model of general equilibrium», *Review of Economic Studies*, núm. 13.

EL SISTEMA FINANCIERO Y LA INTEGRACION EUROPEA

Fernando GUTIERREZ JUNQUERA

La producción y oferta de servicios financieros, y especialmente el sector bancario, han presentado, en todos los países, niveles de regulación y protección superiores a los vigentes en la producción de bienes, lo que ha permitido a los bancos operar en condiciones de competencia limitada. No significa esto que los beneficios del sector hayan sido siempre altos, dado que la regulación también implica costes importantes. Pero la disminución de la competencia necesariamente ha generado beneficios extraordinarios; tales beneficios, según los momentos y los países, han tendido a repartirse entre distintos agentes: a veces, los propios bancos; otras veces, las administraciones públicas, a través de coeficientes o de la menor competencia que para las colocaciones de valores representaban unos depósitos sometidos a límites en cuanto a su remuneración; finalmente, otros beneficiarios tradicionales han sido los prestatarios privados, por los mismos motivos anteriores, o porque el coste del crédito era inferior al que hubiera determinado un sistema en el que el ahorro de los depositantes se remunerara a precios de mercado. Con todo, este alto grado de regulación ha tendido a disminuir la variabilidad de los resultados, y a reducir los incentivos para la innovación y la reducción de costes operativos de las entidades.

A partir de los últimos años sesenta y primeros setenta, todos los sistemas financieros de los países desarrollados han experimentado un intenso proceso de desregulación y de aumento gradual de la competencia. Este proceso, en la mayor parte de los países, ha dado lugar a un ajuste de las entidades que, en ocasiones, se ha saldado, si la coyuntura económica no era excepcionalmente favorable, con episodios de crisis bancarias más o menos graves y generalizados.

En el caso español, las características principales de este proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero han sido cuatro: en primer lugar, un cierto retraso con respecto a lo ocurrido en otros países; en segundo lugar, el inicio del proceso fue casi simultáneo a una profunda

crisis económica, a la que luego sucedió una recuperación muy intensa y prolongada; en tercer lugar, y en buena parte a causa de los problemas que la confluencia de liberalización y crisis económica provocó en muchas entidades, ha sido un proceso largo y condicionado por la necesidad de salvaguardar la solvencia de entidades; finalmente, la conveniencia de abaratar la financiación del déficit público ha determinado también la regulación financiera durante este período.

En consecuencia, la liberalización de precios de los productos de activo fue, en general, bastante anterior a la de los pasivos. Ello permitió que las entidades mantuvieran en su balance un elevado volumen de activos de rentabilidad inferior a la de mercado (activos de caja, valores públicos y, con anterioridad, valores privados) sin merma de sus resultados y solvencia.

Durante este largo proceso, se ha generado un aumento muy gradual de la competencia, que ha sido más acusado en unos segmentos del negocio bancario que en otros. Los factores de fomento de la competencia vinieron, en primera instancia, de fuera del sistema bancario nacional: el establecimiento de entidades bancarias extranjeras y el desarrollo de los mercados de valores. Ello, junto con el crecimiento de los mercados interbancarios y el desmantelamiento gradual de los controles de capitales, generaron un mayor aumento de la competencia en el mercado al por mayor.

En cambio, los segmentos de negocio al por menor permanecieron relativamente ajenos a este proceso. No es que a lo largo de este período no hayan existido factores de aumento de competencia. Entre ellos se puede señalar el desarrollo de los mercados de deuda pública, que podría haber inducido una elevación del coste del pasivo bancario, y también la libertad de expansión geográfica de los bancos y, especialmente, de las cajas de ahorros.

No obstante, la tardía liberalización de los tipos de interés de las cuentas a la vista y la acertada

estrategia de las entidades bancarias, que se convirtieron en los principales agentes distribuidores de deuda pública, así como la más lenta difusión de las innovaciones entre la clientela del pasivo al por menor, han reducido el efecto de estos factores sobre los tipos de interés pagados por las entidades bancarias.

Todos estos factores, junto con una coyuntura económica favorable que ha estimulado la demanda de financiación y aumentado la calidad del crédito, han conducido a un aumento sustancial de los beneficios en la última parte de los años ochenta que, en términos de porcentaje sobre el balance medio, han duplicado los niveles de mediados de los años ochenta, para situarse por encima del 1,5 por 100 (aproximadamente, tres veces más que la media de la CE).

Solamente en el último período —a partir de 1990— se ha podido advertir una moderación de esta tendencia: el margen de intermediación tiende a descender y el beneficio a estancarse —siempre en términos relativos al balance medio— como consecuencia del aumento de los costes del pasivo y de los saneamientos. A su vez, estas son las manifestaciones del aumento de la competencia por el pasivo bancario a partir de 1989, tras la liberalización de los tipos de interés de las cuentas corrientes, y del deterioro de la situación económica.

Esta elevada rentabilidad de la banca, así como otros condicionantes estratégicos derivados de la progresiva integración española en Europa, han propiciado un considerable aumento de la penetración extranjera en el negocio bancario en España. La inversión extranjera en el sector de instituciones financieras ha pasado del 1,2 por 100 del PIB en 1985 al 2,1 por 100 en 1991. Mientras que en 1981-1985 representaba el 15 por 100 del flujo total de inversiones directas, en el período 1986-1990, con un volumen total de inversiones directas mucho mayor, ha pasado a ser cerca de un tercio del total. Junto con la inversión directa, la adquisición de participaciones minoritarias en bancos españoles ha sido, también, muy importante, aunque ha registrado una mayor variabilidad a lo largo de los últimos años.

La contrapartida de este proceso ha sido un importante incremento en el número de bancos extranjeros o bajo control extranjero: éstos alcanzaban la cifra de 50 en 1986 y 67 en 1991. Ello se ha traducido en una cierta ampliación del volumen relativo de actividad de estas instituciones. Así, su participación en el negocio de activo ha pasado del 14 por 100 en 1986 al 19 por 100 en 1991. Su participación en la financiación de clientes ha as-

endido, en el mismo período, del 6 a algo más del 10 por 100.

Esta mayor presencia extranjera en el sector bancario no ha modificado hasta ahora, de manera sustancial, el tipo de actividad desarrollado por la banca extranjera en España. En parte, ello ha estado determinado por las limitaciones en cuanto a sus operaciones de pasivo y al establecimiento de agencias, parcialmente en vigor hasta finales de este año. Así, las cuotas de participación de la banca extranjera en el mercado de depósitos de clientes continúan siendo muy reducidas —entre el 7 y el 8 por 100— y, por consiguiente, el recurso al mercado interbancario como vía de obtención de recursos continúa siendo predominante: algo más del 50 por 100 de los pasivos totales.

Este importante proceso inversor por parte de no residentes podría, en buena parte, explicarse por la elevada rentabilidad reciente del sector bancario. Las entidades extranjeras podrían haber intentado aprovechar la fase de beneficios inusualmente altos de un proceso de liberalización que ha tenido muy en cuenta, en su desarrollo, el fortalecimiento de las entidades. De esta forma, el tránsito desde un sistema protegido y de elevados márgenes hacia uno más competitivo podría dar lugar, durante la fase de descenso de los precios de los servicios financieros, a la realización de ganancias extraordinarias.

Sin embargo, la rentabilidad obtenida por las filiales y las sucursales de bancos extranjeros en España ha sido, por término medio, considerablemente inferior a la obtenida por bancos españoles. Ello muestra que el acceso a niveles de rentabilidad similares a los de la banca española ha tenido, salvo casos contados, enormes dificultades que, probablemente, derivan de la especialización de la banca extranjera en el negocio de la banca al por mayor, segmento considerablemente más competitivo que el de la banca al por menor.

La pregunta clave es, entonces, por qué los bancos extranjeros —muchas de cuyas matrices son, en sus países de origen, grandes bancos comerciales o universales— no se han introducido en los segmentos más rentables del mercado bancario.

Buena parte de los bancos extranjeros, que han entrado en España a través del establecimiento de filiales y sucursales, se han visto sujetos a restricciones regulatorias que los han obligado a orientarse a la banca al por mayor. En estas operaciones, la banca extranjera consiguió ocupar un lugar importante, aprovechando su mayor flexibilidad y capacidad de innovación. Sin embargo, la reacción de la banca nacional, apoyada en el rentable negocio al por menor, ha tenido cierto éxito: algunos

datos disponibles muestran que, en 1986, un 19 por 100 de las empresas españolas mantenían su relación bancaria más importante con un banco extranjero y un 39 por 100 mantenía una relación importante o no marginal. En 1990, estas cifras se habían reducido al 14 y al 34 por 100, respectivamente.

Otros bancos extranjeros se han establecido en España a través de la compra de bancos españoles, mayoritariamente bancos en crisis adquiridos al Fondo de Garantía de Depósitos. Estos bancos, lejos de tener legalmente limitada su capacidad operativa, tenían redes comerciales de alguna extensión y ciertas ventajas comparativas: exención de coeficientes, préstamos del Banco de España, etcétera. Sin embargo, en muchos de estos casos, en los que la dedicación natural de estos bancos era la banca al por menor, los bancos extranjeros han conseguido niveles medios de rentabilidad similares a los de la banca nacional.

De hecho, la banca al por menor ha resultado, hasta el presente, bastante impermeable a la penetración extranjera, a pesar del esfuerzo competitivo que estos bancos han hecho y que, a la postre, se ha traducido en un volumen menor de beneficios.

En resumen, la primera fase del largo proceso de liberalización se ha saldado de forma favorable para los grupos financieros nacionales. Estos mantienen márgenes de rentabilidad elevados, no han visto su posición significativamente erosionada por la banca extranjera, ocupan una posición dominante en la distribución y negociación de valores —públicos y privados—, así como en el campo de las financieras especializadas, y, en términos generales, tienen una posición mucho más sólida, en cuanto a solvencia. Ello se ha debido a la forma en la que la liberalización se ha producido, a la favorable coyuntura económica a partir de 1986 y a una estrategia de las entidades que les ha permitido ampliar el ámbito de su negocio y diversificar su oferta de productos pasivos, limitando el fenómeno de «contagio». Con todo, este proceso se ha hecho notar en forma de un incremento considerable de la competencia —con un aumento sensible del coste medio del pasivo y una tendencia reciente hacia la disminución de los márgenes— y de una aproximación de las características fundamentales del sistema financiero español a las de otros países.

A partir de 1993 se va a dar un nuevo paso importante en el proceso de integración europea de las entidades bancarias. De acuerdo con la Segunda Directiva Bancaria y la Directiva de Servicios de Inversión, existirá libertad completa de establecimiento y de oferta de servicios financieros en todo

el ámbito comunitario, en lo que ha dado en llamarse el mercado único de servicios financieros. Esto significa, principalmente, que las entidades bancarias europeas —y, por tanto, las españolas— van a enfrentarse a un enorme engrandecimiento de su mercado potencial, derivado de la posibilidad de competir con libertad en los hasta ahora más o menos cerrados mercados domésticos. Esta expansión del mercado será efectiva solamente para los bancos mayores, pero los pequeños también pueden verse afectados por la entrada de nuevos concurrentes en su área de actividad y, también, por la posibilidad de que la introducción en los mercados nacionales de bancos extranjeros se produzca a través de la adquisición de bancos menores.

En el futuro próximo, por tanto, puede producirse un aumento de la penetración de nuestro mercado bancario por parte de entidades de capital extranjero establecidas en España, que ya no tendrán ninguna limitación operativa, o también a través de la oferta de servicios financieros desde fuera de nuestras fronteras.

En los últimos años, con el proceso de apertura al exterior de la economía española, ya se ha producido un importante aumento de la oferta transnacional de servicios financieros. Según datos del Eurostat, las exportaciones e importaciones españolas de servicios financieros —medidas como comisiones más plusvalías— crecieron entre 1984-1988 a una tasa anual acumulativa del 22 por 100, aunque manteniendo todavía un nivel absoluto modesto. Este crecimiento, al igual que la actividad bancaria en el mercado doméstico de los bancos extranjeros, se ha centrado en operaciones de *corporate finance*, valores y grandes préstamos, y créditos a empresas. En contrapartida, los intentos que se han realizado, por parte de intermediarios financieros no establecidos en España, de ofrecer servicios a particulares —principalmente préstamos hipotecarios y algunos tipos de seguros— no han tenido, hasta el momento, un éxito significativo.

La configuración que tome el mercado único de servicios financieros será, sin duda, una mezcla entre un proceso de inversión, de cara al establecimiento en los mercados nacionales, y un aumento de la oferta de servicios financieros desde fuera de las fronteras nacionales. La aproximación progresiva del tipo de servicios e instrumentos ofrecidos y de las reglamentaciones correspondientes, en un contexto de plena movilidad de capitales, puede aumentar la importancia relativa de este tipo de transacciones. Sin embargo, particularmente en el segmento de banca al por menor, es de esperar que durante bastante tiempo se mantengan mu-

chas de las características específicas de los mercados nacionales y la necesidad de mantener cierta diferenciación de los servicios ofrecidos, lo que requiere la proximidad entre la producción y el consumo de éstos. De esta forma, y durante los próximos años, la presencia activa de los mercados nacionales será básica para mantener una cuota de mercado de cierta significación; ello tiende a avalar que, al menos por lo que se refiere a la banca minorista, la pervivencia de los intermediarios nacionales o establecidos en el propio mercado esté asegurada.

En los primeros años del mercado único tenderán a disminuir las barreras institucionales y las establecidas por las diferencias de hábitos, pero se debe tener en cuenta que persistirán segmentaciones muy importantes, derivadas de la presencia de cierto grado de riesgo cambiario y de la posibilidad de aplicar políticas monetarias hasta cierto punto diferenciadas en los distintos países europeos.

La existencia de estas segmentaciones explica que el paso a la unión monetaria pueda representar un gran impulso en el proceso de integración de los mercados financieros nacionales, que reforzará el impacto sobre éstos de la liberalización de los movimientos de capital y del mercado único de servicios financieros. La unión monetaria haría, en la práctica, irreversible la culminación del proceso indicado y, en consecuencia, introduce un grado mucho mayor de certidumbre. Por otra parte, la sustitución de las monedas existentes por una moneda europea, y la correspondiente sustitución de las políticas monetarias nacionales por una sola, representa la desaparición del riesgo de cambio en las transacciones entre los países comunitarios y el establecimiento —salvo las rigideces que persistan en los mercados— de un precio único para los activos de igual riesgo y liquidez.

La mayor competencia en el ámbito europeo tenderá a homogeneizar las estructuras de los sistemas financieros; de entre los dos modelos principales existentes —el modelo continental tradicional, con un predominio de la banca universal, y el modelo anglosajón, caracterizado por una mayor importancia de los mercados de valores y de los intermediarios que en ellos operan— no puede afirmarse el predominio futuro de ninguno de ellos. En los países continentales, tenderá a incrementarse la importancia de los mercados de valores, pero en los países con un modelo de tipo anglosajón tenderá a producirse la tendencia contraria, dado que la competencia obligará a un aprovechamiento máximo de las ventajas que ofrecen ambos modelos.

Al propio tiempo, los distintos tipos de activida-

des financieras —banca, seguros, valores, financiaciones especializadas— tenderán a una interconexión mucho mayor. Ello puede ocurrir bien por la expansión del ámbito de la actividad de las entidades bancarias, o bien por la formación de conglomerados financieros que, a través de diferentes subsidiarias, estén presentes en todos los segmentos del negocio financiero. Estos grupos diversificados coexistirán, sin duda, con entidades especializadas que ofrezcan un servicio altamente cualificado a un mercado local o a una actividad determinada.

Por lo que se refiere a los mercados de valores, el establecimiento de una moneda única tiene una enorme importancia para las decisiones de cartera dentro de Europa. Por un lado, para los mercados de deuda, tendrá una consideración mucho mayor el riesgo de crédito, especialmente en los casos de riesgo soberano. La ausencia de una política monetaria autónoma, así como el cumplimiento de la cláusula de *no-bail-out*, suponen que existirá la posibilidad de que un país europeo deje de hacer frente a sus compromisos como deudor. En cuanto a los valores privados, en las decisiones de inversión no serán relevantes la moneda o las políticas macroeconómicas del país en que se invierta, sino, únicamente, la solvencia y el beneficio esperado de las empresas.

En la unión monetaria, se reducirá la inversión que se realiza en los distintos mercados europeos por razón de la diversificación del riesgo cambiario entre ellos. Ello no significa, sin embargo, que el volumen de recursos canalizados hacia los mercados europeos sea, en conjunto, menor. Por el contrario, tenderá a aumentar el atractivo de la inversión en Europa, considerando la mayor integración de los mercados y las mejoras que ello introduce en cuanto a flexibilidad, disponibilidad de la información y eficacia operativa.

Una cuestión que ha suscitado fuerte polémica es si la unión monetaria conducirá o no a la centralización de los mercados financieros (bancarios, monetarios y de valores). En un caso extremo, se podría llegar a la práctica desaparición de la industria financiera en los países menores de la comunidad.

Existen tanto factores «centrífugos», que tienden a favorecer una descentralización de la actividad financiera, como factores que tienden a concentrar ésta en un único centro, o en un número reducido de centros financieros.

Entre estos últimos figuran las enormes economías de escala que pueden obtenerse en los mercados monetarios y de valores, y las ventajas asociadas al aumento de liquidez y la profundidad de

estos mercados que derivan de un mayor volumen de operaciones. Ventajas parecidas, aunque quizá de menor entidad, se pueden obtener en los mercados de la banca al por mayor, donde pequeñas diferencias, en términos de márgenes o flexibilidad de las operaciones, pueden inducir grandes desplazamientos de demandantes de servicios financieros.

En la banca al por menor, esta tendencia es menos clara en la medida en que la proximidad al cliente y otros aspectos relacionados con la calidad del servicio pueden importar más que diferencias relativamente reducidas de precios. No obstante, la progresiva aproximación de hábitos y el aumento del nivel de exigencia de la clientela pueden inducir un desplazamiento de la actividad financiera basada en la oferta transfronteriza de servicios. En este sentido —favorable a la centralización— juegan las argumentaciones en favor de una competencia ilimitada entre los centros financieros nacionales —en términos de regulación, fiscalidad, etc.— frente a los planteamientos favorables a un cierto grado de armonización.

En contrapartida, existen ventajas que juegan decididamente en favor de la descentralización. Aparte de las antes referidas de la proximidad al cliente para un mejor servicio, deben contarse las relativas a la evaluación de los riesgos, que constituye la principal razón de ser de la banca y, en última instancia, el que la propia competencia entre centros financieros acabe llevando a una armonización «a la baja» de las restricciones regulatorias y de los condicionantes fiscales.

En esta encrucijada entre centralización y descentralización, tres son los factores que se pueden apuntar como decisivos para evitar que países como el nuestro experimenten una fuerte caída en el volumen de negocio financiero, o, lo que es lo mismo, de las entidades, empleados y riqueza generada por el sector: el primero es que las entidades bancarias (y otros intermediarios financieros) de los centros regionales menos importantes adopten las estrategias correctas para defender su negocio (y su propia pervivencia). Otros factores son exógenos a las propias instituciones, y pueden resumirse en dos: las políticas adoptadas por las autoridades nacionales en lo que se refiere a la regulación y a la fiscalidad de las operaciones financieras, y la forma en la que finalmente se instrumente y ejecute la política monetaria en el ámbito europeo.

Es cierto que en el futuro más próximo no cabe esperar transformaciones radicales e inmediatas del panorama europeo actual de distribución de servicios financieros. Las relaciones de clientela y los patrones establecidos durante muchos años

son difíciles de cambiar. Sin embargo, sí es claro que es importante una acción pronta y acertada, porque el negocio que se pierde y se localiza en otras plazas financieras es muy difícil de recuperar, y los puntos de partida en el proceso pueden condicionar el resultado final.

Por lo que se refiere a las entidades bancarias, en el futuro próximo continuará el proceso de aumento gradual de la competencia y de reducción de los márgenes. Entre los factores que llevan a ello, no serán los menos importantes el aumento de los fondos canalizados por los mercados de valores y el desarrollo de la inversión colectiva. Esta evolución tendrá implicaciones aún más importantes si, como es probable, se da en un entorno de desregulación financiera y de mayor interrelación entre los distintos mercados nacionales y entre las distintas actividades financieras hasta ahora fuertemente segmentadas.

Un factor adicional de refuerzo de la competencia se derivará de la desaparición de los monopolios nacionales de emisión de moneda y de la interconexión de los mercados interbancarios. En todos los países europeos, existe un grupo reducido de grandes entidades bancarias de ámbito nacional que dominan los mercados locales. Estas entidades componen lo que se llama el *core banking system* de cada país, cuya solvencia es decisiva para la estabilidad del conjunto del sistema financiero nacional. Con el paso a la unión monetaria, estos grupos tenderán a convertirse en competidores en un mercado europeo más integrado. La intensificación de la competencia entre las entidades para formar parte del núcleo del sistema bancario europeo debe inducir un cierto debilitamiento de su carácter nacional y, probablemente, una reducción de su número (por absorción o fusión). Las transformaciones que experimente este conjunto de bancos —ya sea en su comportamiento, en su estrategia, o en su número— afectarán de forma muy importante al resto de los bancos nacionales.

No se debe entender, sin embargo, que la tendencia hacia la universalización y la globalización será la vía adecuada para todos los bancos (incluso para los mayores bancos nacionales). Cada uno, de acuerdo con sus condiciones, debe buscar el ámbito donde se encuentran sus ventajas relativas.

En todo caso, y sea cual sea la estrategia elegida —expansión general, expansión mediante la adquisición de bancos regionales eficientes, o bien búsqueda de la diferenciación y de la calidad de servicio a la clientela desde una oferta geográficamente más limitada—, la reducción de los costes es fundamental para la supervivencia.

Esta contención de los costes habrá de venir, básicamente, de la búsqueda de la estructura de

personal y de agencias más adecuada a los propósitos que se pretende alcanzar. Con frecuencia, se ha argumentado que la banca española tiene, en términos generales, costes operativos más elevados que sus competidores europeos, y es, en este sentido, más ineficiente. Buena parte de estas afirmaciones son susceptibles de matizaciones importantes, y entre ellas habría que considerar las siguientes características de la banca española: la dedicación preferente a la banca al por menor, el escaso volumen de recursos captado en los mercados interbancarios y, también, un mayor volumen relativo de recursos propios. Todos estos factores inducen un sesgo hacia el mantenimiento de márgenes más elevados que se justifica no por una menor eficiencia, sino por las propias estructuras de negocio y por la necesidad de mantener una remuneración adecuada sobre el capital.

En todo caso, la banca española sí parece tener demasiadas oficinas, atendidas por un reducido número de empleados. Esta organización es progresivamente más inadecuada para atender la demanda de una clientela cada vez más exigente, y gestionar una oferta de productos y servicios cada vez más diversificada.

Lo dicho para las entidades bancarias es, si cabe, más cierto para los mercados de valores: la mejora de la eficiencia y la seguridad de las operaciones, y la reducción de costes de compensación y liquidación, así como una diversificación de la oferta, mejorando el mercado de renta fija privada y desarrollando un mercado hipotecario eficiente, son claves para que los mercados de valores españoles no vean la actividad desplazada a otros centros, fenómeno que se podría producir con bastante rapidez.

Otro factor que será decisivo para la localización de la actividad financiera es la política que apliquen los gobiernos nacionales —y los acuerdos a los que se llegue de orden supranacional— en cuanto a la regulación financiera y la fiscalidad de los activos financieros. En cuanto a la regulación financiera, existen una serie de acuerdos que tienden, principalmente, a asegurar unos mínimos de liquidez y solvencia de las instituciones financieras y no interfieren en la elección de actividades o el alcance de las entidades financieras. En esta línea se orientarán también las regulaciones prudenciales en el futuro: no interfiriendo en la elección del área de negocio o la estrategia de las entidades y centrando su atención en las exigencias de capital y su adecuación a los riesgos.

No está claro que en el futuro vaya a existir una institución responsable de la supervisión bancaria en el ámbito comunitario, aunque es posible que así sea. En caso contrario, podría darse un peligro

so proceso de armonización por la vía competitiva, imponiendo un mínimo de regulación, e incluso relajando los requerimientos prudenciales con el fin de atraer un mayor volumen de negocio.

En todo caso, corresponde a las autoridades nacionales cuidar que exista un equilibrio entre las garantías necesarias de solvencia y liquidez de los intermediarios financieros y el que las cargas que ello comporta no supongan una desventaja competitiva para las instituciones y mercados operantes en un país determinado. La necesidad de salvaguardar la solidez del sistema financiero impone que las acciones se concentren en aquellas regulaciones que no tienen un efecto determinante de reforzamiento de aquélla. Entre éstas debe incluirse el coeficiente de caja, cuyo nivel incorpora, en algunos países, un importante componente de carga parafiscal. Asimismo, y junto a la supresión de las trabas competitivas, es necesaria una política institucional que fomente la eficacia y la seguridad de las transacciones financieras. Reducir los costes de los servicios de compensación y liquidación, favorecer un mercado hipotecario y de renta fija privada eficiente y mejorar la infraestructura de telecomunicaciones, así como flexibilizar el mercado laboral, son las políticas adecuadas para el fomento de la industria financiera en los países periféricos de la Comunidad.

Otro factor importante para la localización de la actividad financiera es la fiscalidad sobre los rendimientos de los activos financieros. Durante la fase de transición a la unión monetaria, y una vez que ésta sea alcanzada, la soberanía en política fiscal será absolutamente de las autoridades nacionales. Esto significa que podrían persistir importantes diferencias en el tratamiento fiscal de los activos financieros en distintos países. Estas diferencias, en un entorno de libertad de movimientos de capitales, pueden originar flujos importantes de capitales que favorezcan a los mercados y entidades radicados en países con tratamiento fiscal más favorable.

Las diferencias en el tratamiento fiscal, y especialmente la existencia o no de retenciones sobre los rendimientos de los activos financieros, explican buena parte de los desplazamientos de fondos entre los distintos países europeos y, en el caso español, son una de las causas más importantes del aumento de los depósitos de residentes en el exterior.

Es evidente que en este nuevo entorno no son sostenibles tales diferencias y debe producirse un acercamiento entre los diferentes países. Aparentemente, será muy difícil un acuerdo para imponer retenciones de un determinado importe en todos los países comunitarios; por tanto, la armonización será a la baja; los países que no sigan esta corrien-

te pagarán un precio en términos de salida de recursos a otros mercados financieros y disminución de la actividad de los intermediarios establecidos en su país.

Por último, en la configuración del futuro mercado europeo de recursos financieros tendrá gran importancia la forma en la que se diseñe y se instrumente la política monetaria europea. En las primeras etapas de la unión monetaria, los mercados monetarios y los sistemas bancarios nacionales muestran importantes divergencias, que llevan a la conveniencia de que esta política monetaria se instrumente de forma descentralizada; es decir, a través de los distintos bancos centrales nacionales. Mientras ello sea así, existirán mercados interbancarios descentralizados —aunque estrechamente interconectados—, y ello potenciará los centros financieros regionales.

Por tanto, y en contra de bastantes argumentos al uso, la unión monetaria no favorecerá necesariamente la centralización de los mercados monetarios y de valores en una sola plaza. Es más proba-

ble que los mercados europeos se estructuren en dos niveles: grandes plazas y centros financieros regionales. La existencia de mercados interbancarios nacionales, de políticas fiscales independientes y de mercados primarios nacionales de deuda favorecerá la existencia de mercados secundarios de deuda descentralizados. Asimismo, las ventajas para el análisis y evaluación de riesgos, así como las sinergias con los mercados de deuda, favorecerán el mantenimiento de los mercados nacionales de valores privados.

Sin embargo, el grado de importancia que estos mercados alcancen —y, por tanto, la localización de una actividad financiera que vaya más allá de la más estricta banca al por menor— dependerá, en gran medida, de su organización, de su flexibilidad, de su liquidez, de la eficiencia de sus intermediarios y de una conexión adecuada con otros mercados. Solamente una política adecuada por parte de las autoridades y un gran esfuerzo de los intermediarios por mejorar su eficiencia y disminuir sus costes permitirá la existencia de centros financieros regionales de una cierta importancia.

LA RECIENTE TURBULENCIA MONETARIA: CAUSAS Y CONSECUENCIAS (*)

Richard T. SELDEN

Cuando se me pidió un trabajo sobre la reciente turbulencia financiera en Europa, el tema, en un primer momento, no me entusiasmó demasiado. Sospechaba que las tensiones que habían caracterizado a los mercados financieros en septiembre y en noviembre de 1992 remitirían pronto, y que enseguida serían otros los problemas económicos que demandasen nuestra atención.

Y, en efecto, así ha sido. Lo que ahora nos preocupa es la sombría perspectiva de una «guerra comercial» entre la Comunidad Económica Europea y los Estados Unidos. Junto a ello, existe una gran curiosidad en torno a las repercusiones económicas de las últimas elecciones estadounidenses.

De todos modos, mi opinión es que la turbulencia de finales de 1992 sigue siendo un tema de actualidad, y que requiere un debate público bastante mayor que el que hasta ahora se le ha dedicado. Entiéndaseme bien: no temo que las tormentosas jornadas de septiembre y noviembre de 1992 se puedan repetir en el futuro inmediato. Más bien lo que me preocupa —y lo que debería preocuparnos a todos— es la posibilidad de que algunos de los supuestos básicos de la futura integración económica de Europa puedan ser erróneos. Pero antes de llegar a esa cuestión hemos de examinar los factores que ocasionaron las tensiones de finales de 1992.

DESEQUILIBRIOS EN LAS POLITICAS

En los orígenes de la crisis financiera no hay ningún misterio. Se pueden rastrear directamente hasta las decisiones de gobierno tomadas en Alemania hace dos años, cuando se produjo la reunificación. La unión entre la Alemania del Este y la del Oeste acarrió un aumento muy sustancial del gasto público, sin una correspondiente elevación de los impuestos. Por ello, la política fiscal alemana, cuya resultante macroeconómica global era

aproximadamente neutral en 1989, pasó a ser fuertemente expansiva en los dos ejercicios siguientes. El déficit presupuestario del gobierno central aumentó hasta un 2,5 por 100 del PIB en 1990, y un 4,4 por 100 en 1991.

Independientemente de lo que se piense acerca de la importancia relativa de las políticas fiscal y monetaria como determinantes de la demanda total de bienes y servicios, no cabe duda de que la magnitud de esa perturbación fiscal bastó para desatar en Alemania unas presiones inflacionistas considerables. En efecto, llegado el verano de 1991, la tasa de inflación alemana rebasaba el 4 por 100, cifra que para sí habrían querido muchos países, pero que en Alemania hizo sonar la alarma. Dado que los recortes que era factible aplicar al gasto público no habrían servido de mucho, y que subir los impuestos estaba descartado por razones políticas, a los alemanes sólo les quedaba un medio de sujetar la inflación antes de que se les fuera de las manos: la política monetaria. El Bundesbank recogió el desafío, y a mediados de 1992 había elevado su tipo de descuento en unos 3 puntos porcentuales, hasta el 8,75 por 100.

No sólo habían ido subiendo los tipos de interés —reales y nominales— en Alemania; también habían descendido en muchos otros países, entre ellos Estados Unidos, el Reino Unido, Francia e Italia, a tenor de sus situaciones de recesión o de crecimiento lento. Esa disparidad cada día mayor entre las tendencias de los tipos de interés en Alemania y en otros miembros del Sistema Monetario Europeo (SME) presionó sobre los mercados de divisas, al apresurarse los inversores a sacar provecho de los tipos más altos alemanes. A ellos se unieron los especuladores en divisas, que vieron la ocasión de hacer su agosto cambiando monedas sobrevaloradas del SME, como la libra esterlina y la lira, por el infravalorado marco alemán. Ni qué decir tiene que esos movimientos especulativos no llevaban aparejado el más mínimo de los riesgos, porque realmente no había la menor probabilidad de que el reajuste esperado de los tipos de cambio

del SME arrojara una *revaluación* de las monedas débiles. Como sucede siempre, pues, los especuladores, al ver una jugada de ganancia segura, desempeñaron un papel desestabilizador.

A las tensiones inherentes a un sistema de paridades fijas que coexiste con divergencias en las políticas macroeconómicas y en la tendencia de los tipos de interés entre los miembros del SME, vino a añadirse la incertidumbre en torno al resultado del referéndum francés sobre el tratado de Maastricht, que había de celebrarse el 20 de septiembre. Muchos creían que el rechazo del tratado podría conducir a una revisión radical del SME. La gota que colmó el vaso fue el anuncio hecho por el Bundesbank, el 14 de septiembre, de una reducción de los tipos que para muchos participantes en el mercado era «demasiado pequeña y demasiado tardía».

Y así llegó la crisis, que culminó en la retirada, supuestamente transitoria, de Gran Bretaña e Italia del mecanismo cambiario (MC), y la doble devaluación de la peseta, así como la posterior devaluación del escudo.

VALORACION DE LOS DAÑOS

La crisis tuvo sus costes. Entre los de menor cuantía hay que contar las pérdidas sufridas por los bancos centrales europeos como precio de sus esfuerzos, en gran medida baldíos, por apuntalar las monedas débiles, pérdidas que algunos sitúan entre 4.000 y 6.000 millones de dólares. Muchas empresas estadounidenses de primera fila, entre ellas IBM, han declarado pérdidas en el tercer trimestre que atribuyen en parte a las fluctuaciones de los cambios.

Pero mucho más importantes que esos percances serían las medidas que los gobiernos se sintieron obligados a adoptar para hacer frente a la crisis. Países que ya antes tenían que luchar contra el estancamiento y el aumento del desempleo endurecieron aún más sus políticas monetarias (o, en el mejor de los casos, retrasaron su suavización), exacerbando con ello los problemas internos. El caso más llamativo fue el de Gran Bretaña, que viene padeciendo una recesión ininterrumpida desde el verano de 1990. A pesar de tener una tasa de desempleo de más del 10 por 100, y una tasa de inflación que ha descendido notablemente en los dos últimos años, el Banco de Inglaterra se sintió obligado a elevar los tipos de interés por dos veces en el «Miércoles Negro», el 16 de septiembre, todo por defender una paridad irreal de la libra con el marco. Un ejemplo más próximo fue la reinstauración en España, el 23 de septiem-

bre, de controles sobre los movimientos internacionales de capital. Es imposible calcular con precisión el coste de esas decisiones políticas, pero podemos estar seguros de que no ha sido desdeñable.

Finalmente, Europa ha soportado un coste en forma de un residuo de incertidumbre que seguramente actuará como amortiguador de la actividad económica durante algún tiempo. Como saben los banqueros mejor que nadie, la confianza, una vez quebrantada, es difícil de restaurar. Y sin confianza no crece el gasto de inversión del sector privado. Hasta qué punto esa pérdida de confianza pueda ser un revés serio es cosa que aún está por dilucidar.

¿NO HAY MAL QUE POR BIEN NO VENGA?

A pesar de los daños causados, la tormenta monetaria de finales de 1992 habrá sido, en el fondo, una bendición si anima a los europeos a reconsiderar tanto la lógica —o falta de lógica— del actual SME como la viabilidad de alcanzar una moneda común para 1999.

Pensemos primero en el SME. En su esencia, es el mismo sistema que el Fondo Monetario Internacional presidió de 1946 a 1971. Bajo aquel régimen de «tipos fijos ajustables», casi todos los principales países del mundo establecían la paridad de su moneda con el dólar estadounidense, y sus bancos centrales se comprometían a efectuar las operaciones de apoyo necesarias para mantener los tipos de cambio del mercado en un nivel próximo a dicha paridad. Cada vez que un miembro del FMI se encontraba en una posición de «desequilibrio fundamental», era libre de ajustar su tipo fijo, una vez consultado el FMI, en un nivel más adecuado.

Hay que reconocer que el sistema de tipos fijos ajustables *funcionó* por espacio de un cuarto de siglo, durante el cual hubo un aumento notable del comercio mundial. Pero se veía aquejado, sobre todo en sus últimos años, por episodios recurrentes de turbulencia muy parecidos al que nosotros hemos vivido recientemente. El problema, entonces como ahora, estriba en que los países participantes se aferran celosamente al control de sus políticas macroeconómicas, a la vez que se resisten a los ajustes de las paridades que las divergencias entre esas políticas lógicamente exigirían. La *dirección* de los ajustes necesarios es evidente para cualquiera que lea el periódico todos los días. Vemos, pues, que un sistema de tipos fijos ajustables, como es el SME, cuando va unido a la libertad de los estados miembros para seguir políticas in-

dependientes, está hecho a la medida de los especuladores. Prácticamente se garantiza que dé lugar a crisis periódicas.

¿DE AQUÍ ADONDE?

Si los sistemas del tipo del SME encierran un fallo fundamental, ¿qué alternativas se le ofrecen a Europa? Sólo dos: proceder con bastante rapidez hacia una moneda única, como se propuso en Maastricht, o hacia tipos flotantes.

La fórmula de una moneda única tiene atractivos evidentes; de inmediato se piensa en el ejemplo estadounidense. Pero incluso en Estados Unidos, donde cada estado por separado realmente no está capacitado para seguir su propia política macroeconómica, encontramos con frecuencia desequilibrios regionales que crean bolsas persistentes de desempleo. Al cabo del tiempo, esos problemas se resuelven gracias a la movilidad de la mano de obra, que sale de las zonas deprimidas, y del capital, que *afluye* a esas zonas. Dada la unidad lingüística y cultural básica de Estados Unidos, la movilidad de los factores es relativamente alta.

Cuando se aplica el modelo estadounidense a Europa, inmediatamente surgen las dudas; *a mí*, al menos, me surgen. Aun contando con que los firmantes de Maastricht estuvieran realmente dispuestos a renunciar al control de sus políticas macroeconómicas, lo cual ya es mucho decir, forzoso es que se produzcan desequilibrios regionales, lo mismo que en Estados Unidos. Yo no me convenzo de que Europa consiga acrecentar la movilidad de la mano de obra y del capital más allá de las actuales fronteras nacionales lo suficiente como para subsanar tales desequilibrios en unos plazos de tiempo razonables.

¿Qué decir del otro planteamiento, el de los tipos flotantes? Los banqueros nunca han sido partidarios de los tipos flotantes, cosa que siempre me ha intrigado. Es obvio que cuando los tipos son libres de subir y bajar la vida se torna un poco más complicada, pero eso daría oportunidad a los bancos de cobrar honorarios por asesorar a sus clientes. Es indiscutible que el período de flotación generalizada transcurrido desde 1973 se ha señalado por un gran auge del comercio y la banca internacionales. La especulación no ha sido un problema de mayor entidad en los mercados de divisas que en los de renta variable o fija. Para los menos aficionados al riesgo, el desarrollo de mercados de futuros y opciones sobre divisas ha aportado soluciones viables.

A mi juicio, pues, la experiencia de la flotación ha sido muy positiva desde un punto de vista de

técnica económica. Las dudas que subsisten acerca de este sistema, en lo que a Europa se refiere, parecen ser de carácter político. Existe, creo, el temor de que la existencia de tipos flotantes entre los miembros de la CE pudiera obstaculizar el camino hacia una mayor integración económica y una futura unidad política. A mí me parece que ese temor es infundado. Pensemos en lo mucho que ya se ha progresado sin una moneda común. Yo no veo por qué no se ha de poder seguir avanzando hacia una coordinación más estrecha de las políticas macroeconómicas y nuevas reducciones de las barreras comerciales. Cuando los países de Europa hayan completado esos preparativos esenciales, será el momento de plantearse seriamente la adopción tanto de un verdadero gobierno central como de una moneda común para Europa.

EL ESTADO ACTUAL DE LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE

Paso a hablar del estado actual de la economía estadounidense, que a mi juicio no guarda una relación sustancial con las tensiones financieras que se viven en Europa.

Se supone que las campañas electorales son ocasiones de educar al electorado. Desgraciadamente, lo que suelen originar es una gran desinformación, porque al partido que aspira al poder le interesa mucho pintar un cuadro catastrófico de lo mal que ha hecho las cosas el gobierno. Y las refutaciones del partido en el poder no son, claro está, mucho más creíbles.

La última campaña presidencial en Estados Unidos constituye un buen ejemplo. Bill Clinton responsabilizó una y otra vez al gobierno Bush de errores colosales de política económica, que habrían llevado a la otrora orgullosa economía de los Estados Unidos a su estado más lamentable desde los años treinta.

Los hechos son, por supuesto, muy otros, aunque nadie lo habría dicho escuchando los torpes discursos de George Bush. Los hechos son que el producto interior bruto (PIB) de los Estados Unidos está en su máximo histórico; que la recesión que se inició en el verano de 1990 acabó en junio o julio de 1991; que llevamos varios trimestres seguidos de crecimiento del producto total; que la tasa de desempleo viene descendiendo desde hace meses; que nuestra tasa de inflación es baja en comparación con la de otros países de primera línea, y se encuentra actualmente en menos de la mitad de su nivel de hace cuatro años; y que la productividad de la mano de obra está creciendo más deprisa en Estados Unidos que en Europa y el Japón.

Es cierto, desde luego, que nuestra tasa de crecimiento, que viene siendo continuamente positiva desde hace dos años, va rezagada respecto de lo que fuera en las últimas recuperaciones cíclicas, pero la explicación fundamental de eso está en que la recesión de 1990-1991 fuera tan leve: normalmente encontramos una correspondencia aproximada entre el vigor de una recuperación y la severidad de la recesión que la precedió.

Más allá de esa cuestión sencilla, sin embargo, hay una serie de factores especiales que han frenado el crecimiento estadounidense. Voy a citar unos pocos, sin seguir un orden particular.

Primero, la política monetaria parece haber sido algo más restrictiva que en muchas recuperaciones anteriores. Hay observadores que lo niegan, aduciendo el sustancial descenso de los tipos de interés estadounidenses desde hace un par de años, pero no es esa toda la historia. No hay que atender sólo a los tipos *nominales*; lo que importa es la tendencia de los tipos *reales*, y éstos no han variado mucho (pueden incluso haber aumentado), debido a la fuerte caída de las expectativas de inflación. Además, es preciso mirar no sólo a los tipos a corto, que han bajado mucho, sino a los tipos a largo, que han experimentado sólo una reducción modesta. Lo que hemos visto ha sido una inclinación espectacular de la curva de rendimiento en Estados Unidos, un hecho que por sí solo no es especialmente favorable para la economía. (Pero señalo, entre paréntesis, que ha sido *muy* favorable para los beneficios de la banca, porque la mayoría de los bancos estadounidenses han podido reducir los tipos de pasivo más que los de activo, con lo cual los márgenes de intermediación netos se han ensanchado.)

Segundo, aunque la Reserva Federal ha expandido con rapidez las reservas bancarias y la base monetaria, los bancos no han empleado esos recursos adicionales en extender más créditos. El crédito total se sitúa hoy por debajo de su nivel de hace dos años, lo que quiere decir que los bancos han dedicado íntegramente el aumento de sus recursos totales a la adquisición de títulos del Estado. Los diferenciales entre el tipo preferencial bancario y los tipos del mercado de dinero han aumentado en este período, lo que no es precisamente un indicador de dinero barato.

Tercero, hemos tenido recortes fuertes en los gastos de defensa, como resultado del final de la guerra fría y de la feliz conclusión de la guerra caliente con Iraq. Ello ha cargado el peso de cambios estructurales masivos y no repetibles sobre la economía estadounidense, contribuyendo a la persistencia del alto nivel de desempleo y del flojo crecimiento de la producción industrial.

Cuarto, el crecimiento demográfico de Estados Unidos se ha frenado en los últimos años hasta una tasa que viene a ser la mitad que en las cuatro anteriores recuperaciones cíclicas. Esto ha retardado el crecimiento de la población activa, y probablemente también de la demanda de consumo.

Por último, aunque no sería difícil prolongar la lista, el crecimiento del producto fuera de los Estados Unidos ha sido sólo la mitad de vigoroso en este período de recuperación que en los anteriores. Esto ha frenado la expansión de las exportaciones netas estadounidenses.

No puedo por menos de decir que, salvo el impacto de los recortes de defensa, ninguno de los factores que han contribuido a la lentitud del crecimiento estadounidense estaba bajo el control directo del ocupante de la Casa Blanca. Por consiguiente, no creo que la llegada de Bill Clinton suponga un gran cambio para el estado de la economía de los Estados Unidos en estos próximos años. Lo que temo es que se ensayen una serie de trucos para intentar «engordar a la fuerza» la economía, que haya un montón de intervenciones contraproducentes que podrían convertir un rendimiento económico mediocre en un desastre. En estos momentos no hay manera de evaluar esa posibilidad.

Voy a acabar dando, en pocas palabras, mi impresión sobre las perspectivas de la economía estadounidense. Yo espero un crecimiento continuado del PIB real, que en 1993 probablemente se situará en la banda de un 2,5 a un 3 por 100. El desempleo debería descender a un 6,5 ó 7 por 100 en este año. La inflación seguirá siendo baja, probablemente menos de un 3 por 100 para el deflactor anual del PIB. Los tipos de interés a largo plazo subirán gradualmente (y de manera irregular) durante los próximos años, situándose, a finales de la primavera de 1993, en torno a un 8 por 100 para los bonos del Tesoro a treinta años, un poquito más para fin de año. Los tipos a corto plazo deberían haber vuelto para entonces a la banda del 4,5 al 5 por 100 para las letras del Tesoro a tres meses. Yo espero que el índice Dow-Jones de valores industriales rebase el 3.500 de aquí al verano de 1993.

Con esto, pongo punto final a mi exposición o, mejor dicho, a mis exposiciones. A un profesor le incumbe el papel de provocador. ¡Espero no haber provocado demasiado!

NOTA

(*) Título original: «The recent monetary turbulence: causes and consequences». Traducción de M.^a Luisa Balseiro.

PANORAMA DE LA ECONOMIA ACTUAL EN EUROPA (*)

Raymond BARRE

Desde hace algunos años, la escena internacional está dominada por grandes acontecimientos que entrañan profundos cambios en los comportamientos económicos, las mentalidades y las estrategias. La caída del muro de Berlín y la reunificación de Alemania, el desmembramiento del Imperio Soviético en el Este de Europa, la desaparición de la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas y la difícil conformación de la C.E.I. han puesto término a la división del mundo en dos bloques, dominados por dos superpotencias. La Europa Occidental ha acelerado su proceso de unificación económica en torno a la Comunidad Europea. La región asiática y del Pacífico desarrolla sus relaciones internas y mejora su posición en la economía mundial. La economía internacional se ve progresivamente reemplazada por una economía global cuyo ejemplo más sobresaliente lo representa el ámbito financiero, en el que las transacciones tienen lugar entre uno y otro extremo del planeta gracias al uso de las más avanzadas tecnologías de la comunicación.

En este contexto mundial es en el que hay que situar la evolución de la economía europea, uno de los mayores protagonistas dentro del ámbito internacional contemporáneo. Por razones de espacio, no me es posible ofrecer un análisis detallado. Yo agruparía mis observaciones en torno a tres temas: el crecimiento, los intercambios, y los problemas monetarios y financieros.

I. EL CRECIMIENTO

1) Los países industrializados son actualmente testigos de una *ralentización* más o menos acentuada de la actividad económica. A partir de 1989-1990, tanto Estados Unidos como Canadá y el Reino Unido han sufrido una fuerte recesión. Desde principios de 1992, Japón registró un descenso en su tasa de crecimiento. Por su parte, los países de la Europa Occidental, cuya actividad económica

se había visto estimulada por el aumento de la demanda de importaciones alemanas posterior a la reunificación, han experimentado este año una evolución menos sólida en su actividad económica y un sensible aumento del paro. La coyuntura alemana, que tiene una gran influencia sobre la actividad de los demás países europeos, parece orientarse hacia el estancamiento, o tal vez hacia la recesión.

2) ¿Cómo explicar esta evolución? Hay que tener en cuenta diversos factores:

a) *El lógico final de una rápida fase de expansión*, iniciada en Estados Unidos en 1984 y que continuó durante el período de expansión más largo en la historia de este país desde que concluyó la segunda guerra mundial. Esta expansión se extendió al conjunto de los países industrializados, viéndose estimulada por la reducción de los precios del petróleo que se produjo a partir de 1986-1987. El hecho de que las empresas se beneficiaran de un menor coste de producción las estimuló a reiniciar sus inversiones. Sin embargo, a partir de finales de 1990 y del primer semestre de 1991 la actividad económica comienza a disminuir.

b) *La corrección de los excesos financieros*, que se vieron favorecidos por la liberalización de los mercados y que se pusieron de manifiesto en un rápido y notable aumento del precio de los activos inmobiliarios y de los valores mobiliarios. El *crack* bursátil de 1987, rápidamente dominado gracias a la intervención de los bancos centrales, seguido del de 1989, supusieron un descenso en el precio de los activos. El precio de los inmuebles disminuyó en Estados Unidos, Gran Bretaña y Japón, ocasionando el consiguiente descenso en el patrimonio de los propietarios de viviendas.

Particulares y empresas, que habían solicitado fuertes créditos durante la década de los ochenta, deben ahora pagar sus deudas y se muestran reacios a solicitar nuevos créditos. Llegan incluso a reducir sus gastos de consumo. Los bancos, que

garantizan sus créditos por medio de activos, los reducen al disminuir el valor de sus garantías.

Podemos decir que, en general, los agentes económicos (familias, empresas, bancos) reestructuran sus balances, se muestran muy cautos y tienden a prolongar la fase de saneamiento.

c) *Las políticas antiinflacionistas* aplicadas por los gobiernos y los bancos centrales, que persiguen el objetivo de la *estabilidad*. Desde principios de la década de los ochenta, el objetivo de la política económica ha dejado de centrarse en los cuatro «puntos mágicos» formulados en los años cincuenta: aumento del PIB, estabilidad de precios, alto nivel de empleo, equilibrio de la balanza de pagos corrientes. La experiencia ha venido a demostrar que esos cuatro factores no siempre resultan compatibles. Además, se observó que el recurrir a una cierta dosis de inflación para estimular la actividad económica y el empleo provocaba rápidamente un resbalón inflacionista, por preverse un aumento de los precios. Por último, en economías cada vez más abiertas al exterior, la devaluación de su moneda era más bien causa de un aumento de los precios interiores que un estímulo a las exportaciones. Por todas estas razones, los bancos centrales han mantenido como objetivo fundamental de su política monetaria la estabilidad de los precios y del tipo de cambio. Pero la política monetaria no basta para alcanzar dicho objetivo si los gobiernos no controlan la evolución de sus presupuestos. Un aumento demasiado rápido de los gastos presupuestarios supone un incremento del déficit, que a su vez supone un aumento de la deuda pública, que al absorber una parte cada vez mayor de los recursos financieros disponibles, lleva a la expoliación de los agentes privados (*crowding out effect*) y al alza de los tipos de interés.

Las políticas antiinflacionistas resultan más eficaces cuando se recurre a una *policy-mix* adecuada; es decir, a una combinación conveniente de la política monetaria del banco central y de la política presupuestaria del Estado.

Alemania Federal ofrece, en el momento actual, un ejemplo especialmente significativo de las consecuencias de una mala *policy-mix*. Habiendo decidido el gobierno financiar los considerables gastos necesarios para la reunificación por medio de deuda, en lugar de recurrir a algún impuesto al efecto, el Bundesbank se vio obligado a adoptar medidas restrictivas ante el aumento de la masa monetaria, medidas estas que supusieron un aumento de los tipos de interés y que no sólo afectan a las empresas alemanas, sino que suponen tipos también muy elevados en los países europeos que participan en el SME, y que establecieron una relación entre sus monedas y el marco alemán.

d) *La evolución de la actual actividad económica en los países industrializados suscita numerosas inquietudes y críticas*. La tan deseada y esperada recuperación no se produce con la rapidez y el vigor esperados, en tanto que la ralentización coyuntural va acompañada de un doloroso proceso de saneamiento financiero, y de un abandono progresivo de las mentalidades y comportamientos típicos de una economía inflacionista.

La actual ralentización coyuntural no puede compararse con la de la gran depresión de los años treinta, porque en ningún momento han sido tan graves como en aquella época ni el descenso de la producción ni la baja de los precios. Por el contrario, se registra un alza modesta, pero regular, de los precios.

Tampoco se puede hablar de una deflación general. Existe, cierto es, alguna deflación en los precios de los activos, pero, por muy importante que sea la base del valor de los activos, no se produce siguiendo un proceso acumulativo de baja.

Las economías modernas están protegidas contra tales fenómenos por los «estabilizadores automáticos» que incluyen las políticas de los bancos centrales, que velan para evitar una crisis de liquidez, y las políticas presupuestarias de inspiración keynesiana.

II. LOS INTERCAMBIOS

La situación actual se distingue de la de los años treinta, fundamentalmente, porque en todo el mundo continúan desarrollándose intercambios comerciales, aunque su ritmo de crecimiento sea menor, así como porque ha sido posible prescindir de medidas proteccionistas de carácter general. Por el contrario, los países han iniciado una vasta y difícil negociación comercial multilateral: la Ronda Uruguay del GATT.

En lo referente a intercambios, quisiera resaltar tres puntos:

1) La creación de grandes grupos en torno a una economía central que desempeña un papel de motor en el campo comercial y financiero:

- Creación en la Europa Occidental del «mercado único» de la Comunidad Europea, completada por la creación de una vasta zona de libre cambio con los países de la Asociación Europea de Libre Comercio.

- Creación por Estados Unidos, Canadá y México de la Zona Norteamericana de Libre Cambio (NAFTA), la cual se puede pensar que se extenderá en breve a los países de Hispanoamérica.

- Progresiva aparición de una zona de intercambios Asia-Pacífico, en torno a Japón y los cuatro «tigres» recientemente desarrollados. En cierto momento, dicha zona debería incluir a China y Vietnam, y convertirse en la más importante área de intercambios de la economía mundial.

Parece que, en el plano comercial, el mundo evoluciona hacia una estructura tripolar.

2) Los grandes grupos que están perfilándose no son «fortalezas»; es decir, no se presentan como espacios económicos «protegidos». El ejemplo europeo muestra bien a las claras que la constitución de la Comunidad no implica un «efecto de desvío de los intercambios», sino que ha favorecido un «efecto de creación de intercambios» con el resto del mundo.

Dos son las razones que, según considero, excluyen cualquier tentación proteccionista:

a) En la economía *global* que se establece a escala mundial, las barreras proteccionistas carecen de sentido y de importancia, ya que pueden derrumbarse fácilmente mediante el desarrollo intensivo de relaciones comerciales, monetarias y financieras.

b) En toda economía mundial o plurinacional, las empresas ya no trabajan sólo en el mercado nacional. Hoy tienen un *horizonte internacional*, un campo de acción mundial, ámbito en el que deben enfrentarse a una competencia mundial. ¿Qué supondría para ellas la aplicación de medidas protectoras sino el riesgo de represalias en los demás mercados mundiales en los que quieren estar también presentes? Las empresas modernas se internacionalizan y se modernizan. Y ése es precisamente el mejor antídoto contra el proteccionismo.

3) Después de varios años, hoy se han reiniciado las negociaciones comerciales multilaterales. Hay que desearles el mayor de los éxitos, aunque sean difíciles de concluir, y ello por las razones que a continuación enumero:

a) Abarcan vastos campos totalmente nuevos y que hasta ahora no habían sido objeto de medidas de liberalización de intercambios. Se trata en especial de *los servicios*, que suponen hoy más de la mitad de los intercambios mundiales.

b) Pueden llevar a *reducir el proteccionismo en materia agrícola*. Lo que habría que resaltar es que las negociaciones sobre temas agrícolas no debieran centrarse en los intercambios entre la Comunidad y Estados Unidos. Lo que habría que resolver son los grandes problemas del mañana: qué actitud adoptar, respecto a las exportaciones agrícolas de los países de la Europa del Este y de los países subdesarrollados, que permita a dichos países pa-

gar su deudas y acceder a los mercados internacionales.

c) Las negociaciones actualmente en curso tienen por objeto no sólo mantener, sino *ampliar el campo* de los intercambios multilaterales. Por lo tanto, podrían formularse reglas comúnmente aceptadas por todos los socios comerciales del mundo. El eventual fracaso de la Ronda Uruguay podría provocar la vuelta a las negociaciones bilaterales, en las que suele prevalecer la ley del más fuerte.

d) El *desarrollo de los intercambios multilaterales* será, en el futuro, un factor fundamental del crecimiento mundial, de un crecimiento no inflacionista que favorezca el descenso de la producción y la elevación del nivel de vida en todo el mundo. Lo confirma el ejemplo de los países de la Comunidad, que han abandonado el proteccionismo y han aceptado la plena liberalización de intercambios.

III. LOS PROBLEMAS MONETARIOS Y FINANCIEROS

En este último campo, destacaría dos temas de enorme importancia: la unificación monetaria europea y el problema del ahorro a largo plazo.

1) Los países miembros de la Comunidad Europea establecieron en 1979 el Sistema Monetario Europeo, que perseguía un doble objetivo:

- Estabilizar las relaciones de cambio entre países que realizaban entre sí una parte importante de sus intercambios.

- Establecer un sistema coactivo que permitiera luchar contra la inflación y asumir una mayor convergencia en su evolución económica.

El éxito del SME superó todas las expectativas. Sirvió de base a la adopción del programa de unión económica y monetaria que recoge el Tratado de Maastricht, y que llevará a la moneda única, gestionada por un Banco Central Europeo que aplicará una política monetaria común. Esta solución parece tanto más necesaria cuanto que el desarrollo de los movimientos de capitales y su liberalización podrían provocar la inestabilidad de los tipos de cambio dentro del SME.

Por otra parte, el hecho de contar con una moneda única daría a la unión europea la posibilidad de desempeñar un papel fundamental en la estabilización del sistema monetario internacional. El ecu, apoyado por las economías de la Comunidad y dotado de estabilidad, se constituiría en alternativa del dólar, ya que podría convertirse, como ya

lo es el dólar, en moneda comercial, moneda de financiación y moneda en la que pudiesen constituirse las reservas (lo que no es el marco alemán, la moneda regional). La gestión del sistema monetario internacional basada en el dólar, el ecu y el yen podría poner fin a las actuales incertidumbres al respecto.

¿Pone en peligro la reciente crisis del SME el objetivo de la unión monetaria europea (UME)? Para responder a esta pregunta habría que analizar las razones de aquélla:

a) El hecho de que durante varios años no se hubiera realizado ajuste alguno del cambio y de que los países redujeran sus tipos de inflación llevó a creer que se había llegado a la estabilidad definitiva de los tipos de cambio, que existía una unión monetaria de hecho. Y no había nada de esto, ya que ciertas monedas estaban sobrevaluadas y la estabilidad de sus tipos de cambio no podía continuar, dada la falta de adaptación de sus políticas económicas.

b) Estas monedas frágiles eran la libra esterlina, la lira y la peseta.

La moneda más amenazada era la libra esterlina. Debió flotar. La lira se devaluó, pero no lo suficiente. También debió flotar.

La peseta se devaluó y continuó en el régimen de cambios, lo que supone una decisión saludable tanto para España como para la Comunidad.

Hubiera sido preferible proceder a realizar ajustes de los tipos de cambio a título preventivo en lugar de llegar a situaciones extremas y peligrosas para la totalidad del sistema.

c) Al día siguiente del referéndum francés, el franco francés fue objeto de una serie de maniobras especulativas. Con ayuda del Bundesbank, el Banco de Francia consiguió vencer la especulación. Lo logró porque la situación de los «fundamentales» de Francia no justificaba, en modo alguno, una devaluación. Esta es la razón que llevó al Bundesbank a prestar un apoyo ilimitado al Banco de Francia.

En conclusión, se puede decir que en tanto no se ejecute la tercera fase de la UME no será posible evitar ajustes en los tipos de cambio si éstos no fueran realistas y si las políticas económicas de los

Estados miembros no fueran suficientes para garantizar su credibilidad.

La crisis del SME no afecta a la UME. Por el contrario, demuestra la necesidad de alcanzarla en las condiciones de estabilidad y convergencia previstas en el Tratado de Maastricht.

2) La unión monetaria sólo podrá dar resultado en la Comunidad si las diferencias económicas existentes entre los países miembros no son demasiado grandes. A la convergencia en la evolución de los precios habrá que añadir la convergencia en los niveles y las estructuras de desarrollo.

La clave del desarrollo está en el ahorro, que permite el desarrollo de las inversiones.

Existe hoy en el mundo un exceso de demanda de capital (países desarrollados, países en desarrollo, países del Este) en relación con la oferta de éste; es decir, con la oferta de ahorro.

El ahorro está disminuyendo en el mundo entero por dos razones:

- El ahorro familiar se ve afectado por el afán consumista.
- El «desahorro» de los Estados (déficit presupuestarios) tiende a crecer y a absorber una parte cada vez mayor del ya insuficiente ahorro privado.

Una de las mayores tareas que tiene ante sí la política económica de todos los países es la de restaurar el ahorro. Este objetivo se alcanzará:

a) Reduciendo los déficit públicos, en especial los gastos de consumo colectivo (gastos civiles, militares, sociales).

b) Incitando a familias y empresas al ahorro, lo que supondrá una mejor jerarquía de los tipos de interés (en demasiados países, los tipos de interés más altos favorecen un ahorro líquido o a muy corto plazo) y una fiscalidad más adecuada.

El desarrollo del ahorro favorecerá las inversiones y, como consecuencia, el crecimiento regular de la economía. La política financiera contribuirá de este modo al éxito de la política monetaria.

NOTA

(*) Título original: «Panorama de l'économie actuelle en Europe». Traducción de Diorki.

LA SITUACION ECONOMICA ESPAÑOLA

Enrique FUENTES QUINTANA

INTRODUCCION

En este trabajo se abordan los principales problemas que aquejan a la economía española, problemas que no son sencillos ni leves, sino, bien al contrario, complejos y graves. Son, también, los problemas que padecen los países europeos y, en general, los occidentales y es indispensable encontrar remedio para ellos, contando con que una de las cuestiones fundamentales con que nos encontramos es justamente la falta de conciencia clara de los problemas que el país padece. Dicho en otros términos, esos problemas se conjugan hoy en España siempre en tercera persona del plural. Los problemas económicos se analizan para imputárselos a los demás: son «otros» los responsables y, consecuentemente, todo grupo político o social, cuando analiza los problemas económicos españoles, imputa la causa de los mismos y su continuidad o agravamiento al conjunto de decisiones tomadas por los demás.

Es evidente que mientras los problemas de una economía se analicen de esta singular forma —como problemas imputables a los demás— no se encontrarán soluciones, porque es obvio que los graves problemas que nos afectan no han sido generados por un grupo concreto y particular, sino por todos y que, por tanto, en el diagnóstico común se ha de encontrar el consenso necesario para tratar de hallarles remedio. Y ésta es una situación de la que nos encontramos lejos, quizá por ignorancia o por falta de conocimiento preciso de los problemas que tenemos planteados. Contribuir a crear una conciencia común respecto de estos problemas parece inevitable y ésta es una parte importante de las labores que a los economistas de nuestro tiempo corresponden.

En segundo lugar, es importante disponer de un diagnóstico claro de lo que le ocurre a la economía española, porque esta economía nuestra ha propendido siempre, en los momentos de crisis, a la aplicación de soluciones arbitristas. La historia

económica de España está llena de la presencia de quienes han predicado remedios universales con poco coste, sin esfuerzo, con lo que sólo consiguieron agravar las crisis. Y es justamente en los momentos críticos difíciles, como son los actuales, cuando hay un mejor caldo de cultivo para la aparición de estos arbitristas, que no hacen sino perturbar el hallazgo de las verdaderas soluciones.

Además, la propia dificultad intrínseca de la situación hace más necesario el análisis y el diagnóstico. Es evidente que la mayor parte de los políticos evaden los diagnósticos generales, que tengan en cuenta los problemas en toda su extensión, porque si se contemplan responsablemente no es posible encontrar para ellos soluciones simples y brillantes. La inexistencia de soluciones simples y brillantes motiva que sean, también, muchos los técnicos y los economistas que, no teniendo demasiado que ganar en el análisis y diagnóstico de los problemas del país cuando éstos son tan graves como los actuales, eviten pronunciarse sobre ellos y dejen pasar el tiempo, con lo que el país no llega a tener conciencia clara de los problemas que padece.

Ortega dijo en cierta oportunidad, en frase que gusta repetir a los economistas, que una situación crítica se caracteriza en un país porque ese país no sabe lo que le pasa, y eso es precisamente lo que le pasa. De aquí la urgente tarea de que, en la economía española, tratemos de saber lo que nos pasa para, después, entre todos, con sentido de solidaridad y finalidad común, buscar el conjunto de soluciones posibles.

LAS TRES COORDENADAS QUE DETERMINAN LA SITUACION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Estos motivos avalan que nos ocupemos en tratar de diagnosticar los problemas de la economía española. Para ello, como punto de partida de cual-

quier intento de explicar los problemas económicos de España, se ha de intentar situarlos. En el primer discurso que el profesor Rojo pronunciaba como Gobernador del Banco de España al Consejo General, en julio de 1992, afirmaba que eran tres las coordenadas en que hay que moverse para dictaminar o situar la posición en la que se encuentra la economía española.

La *primera* de ellas es la recesión, intensa y prolongada, de la economía mundial. No podemos entender nada de lo que pasa dentro sin saber lo que ocurre fuera, porque lo que pasa fuera condiciona la economía interna con especial intensidad. Conocer, por tanto, la coyuntura económica de los países occidentales, que marca la impronta de lo que sucede dentro de España, es obvio que constituye una primera condición.

La *segunda* la constituyen los obstáculos que ha encontrado el proceso de integración. España no puede improvisar su futuro porque lo tiene firmado, y aun podría decirse que cuádruplemente firmado, porque España ha firmado el tratado de adhesión a la Comunidad, de la que es miembro de pleno derecho; ha firmado el Acta Unica y tiene la obligación obvia de aceptar el conjunto de directivas que han creado el mercado interior completo desde enero de 1993; ha entrado en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y, asimismo, tiene obligaciones que cumplir dentro de él, y finalmente, pero en manera alguna en último lugar, forma parte del proceso de construcción de la unión monetaria y ha asumido en ese proceso la parte que le ha correspondido para alumbrar lo que ha de ser la Europa de la unión monetaria que, cualquiera que sea la situación, si las fechas se respetan, tendremos con nosotros antes de fin de siglo.

Pero el futuro europeo de España empezó a estar en entredicho o en dificultades desde el pasado año, 1992. El 7 de febrero de ese año se firman los acuerdos de Maastricht en un ambiente de general optimismo en el que se creía que la llegada de la unión monetaria era un hecho posible. Realmente, nadie discutía las bases lógicas de tal unión, sus fundamentos económicos profundos, y su llegada era, lógicamente, deseada por todos los países. Quedaba pendiente, después de la firma solemne del Tratado en la propia Maastricht, el 7 de febrero, la ratificación por los parlamentos nacionales, o por los *referenda* de los países cuyas constituciones así lo exijan, de los acuerdos firmados por los países en febrero. Se creía que era éste un trámite puramente formal que no plantearía problemas graves. Sin embargo, esos problemas fueron apareciendo a medida que el tiempo transcurría. El primer referéndum danés, en el que se

produjo el no, hizo aparecer un cierto descontento, una cierta inquietud respecto del futuro europeo, tal y como éste se había diseñado en aquel entonces. El imprevisto referéndum francés de 20 de septiembre de 1992 y la discusión que lo acompañó contribuyeron a crear una mayor situación de nebulosa. El estrecho margen por el que se ganó sembró una inquietud aún mayor, que se agudizó posteriormente bajo la presidencia de Gran Bretaña dentro de la Comunidad, extendiendo una cierta imagen de disenso que produjo la crisis de funcionamiento al Sistema Monetario Europeo en los últimos meses de 1992. Estos acontecimientos externos influyen en nuestra coyuntura interna y, por lo tanto, la condicionan.

La *tercera* coordenada fundamental es la de nuestros propios males. Es evidente que, con independencia de Maastricht, al margen del conjunto del proceso de integración europeo y de la coyuntura económica internacional, España es diferente, y tiene un conjunto de problemas propios que han de ser identificados, porque constituyen condiciones que impiden o dificultan no sólo nuestra situación en la Comunidad en Europa, sino también nuestro propio crecimiento económico. Conocer lo que nos pasa exige, por tanto, identificar la situación del país en esos tres ejes: el de la influencia de la coyuntura externa, el de la influencia de la integración económica y, finalmente, el de los males propios de nuestra economía.

Tratemos, pues, a continuación, de situar la posición española en las coordenadas que acaban de dibujarse.

1. La recesión de la economía mundial

La economía mundial vive una recesión intensa y prolongada, con crecimientos cortos situados entre el 1 y el 1,5, que nada tienen que ver con el crecimiento al que normalmente aspiran las economías occidentales y que han deprimido el desarrollo económico de los distintos países. A comienzos de 1992 eran muchos los pronósticos que afirmaban que sería el año de la recuperación económica. Pero no ha sido así. Se preveía que Estados Unidos se recuperase en 1992 con una intensidad que no se ha registrado. La causa fundamental de que esa recuperación norteamericana no se haya producido ha sido, básicamente, el proceso de saneamiento financiero en el que se sumieron todos su agentes: familias, empresas y el propio Estado. Es decir, se revela el desendeudamiento como elemento fundamental, ya que el auge anterior produjo un endeudamiento especialmente agudo que ahora puede ser corregido gracias a las facilidades que brindan los tipos de interés de la

Reserva Federal. Tipos que hoy son negativos —es decir, que el tipo nominal se sitúa por debajo de la tasa de inflación o al nivel de ésta—, lo que constituye un tirón extraordinario para animar el gasto familiar y la inversión empresarial. Sin embargo, ese tirón no se ha producido, sino que los datos muestran que se ha procedido a recomponer los balances de las empresas y las deudas de las familias, aprovechando la baja de los tipos de interés que facilita la Reserva Federal.

Esta circunstancia, naturalmente, ha dado lugar a que la recuperación se retrase. Y aunque los primitivos pronósticos hacían pensar que se produciría en 1993, parece que habremos de esperar algo más a que la situación mejore.

El caso de Alemania es distinto, porque la reunificación ha producido realmente unos efectos desaceleradores de su actividad interna. Las condiciones políticas en que se produjo la reunificación han generado importantísimas transferencias a los *Länder* orientales (el cambio a la par del marco en las dos zonas ha supuesto la admisión de unas diferencias realmente extraordinarias). El crecimiento del gasto alemán —que permitió a España beneficiarse a través del conjunto de sus exportaciones en los años pasados— ha terminado por producir indeseados efectos inflacionistas, y eso en Alemania, país que desde la segunda posguerra mundial tiene una postura de absoluta intolerancia respecto de la inflación, ha determinado la enérgica reacción del Bundesbank, pues ha sido a la política monetaria, y no a la política fiscal, a quien se ha encomendado la función de equilibrar la economía germana.

La tercera locomotora de la que podría esperarse la recuperación es Japón. Pero también en este país se han producido problemas como consecuencia de la crisis de su sistema financiero, producida por la gran plusvalía de sus valores mobiliarios y de sus bienes inmuebles, valores que, al reducirse, han provocado una situación crítica en Japón, limitando su crecimiento de forma importante.

Si Europa va a ver muy limitado su crecimiento económico —que puede, incluso, tener carácter negativo—, España, que hoy se encuentra abierta al mundo, habrá de comportarse de la forma en que la condiciona la coyuntura externa. Creer que España puede conseguir tasas de desarrollo situadas muy por encima de las que van a regir en Europa es predicar un mensaje demagógico que no puede encontrar otros adeptos u otros seguidores que los ignorantes de los temas económicos más elementales. No es posible conseguir las tasas de desarrollo del pasado, ese pasado brillante que

va de 1985 a 1989, en el que España creció a tasas promedio del 5 por 100, que llevaron el producto y el bienestar a una elevación muy considerable y nos hicieron ganar tiempo respecto de Europa. Habremos de contentarnos con menos y, naturalmente, ese menos es tratar de sanear nuestra economía y prepararla para la futura recuperación.

2. Los obstáculos al proceso de integración europea

El segundo dato que ha de tenerse en cuenta es la oposición que puede suscitarse por obstáculos inesperados al proceso de integración europea. Estos obstáculos se han manifestado en un cierto escepticismo respecto del calendario de Maastricht. Hoy son pocos los técnicos y los políticos que creen que las fechas fijadas en Maastricht puedan ser reales. Ni 1997, para la primera fase de la unión, ni 1999, para la llegada de la moneda única, parecen fechas reales. Pero lo grave no es tanto la demora, que en un proceso histórico de este calibre no tendría demasiada importancia, sino la ruina en que, en cuanto a su funcionamiento, se encuentra el Sistema Monetario Europeo.

El Sistema Monetario Europeo está basado en un tipo de cambio fijo pero ajustable, en virtud del cual cada país fija libremente la paridad de su moneda con respecto al ecu y la parrilla de paridades respecto de la valoración del ecu con las demás monedas. De tal manera que la parrilla de paridades queda libremente fijada por cada uno de los países, comprometiéndose este país a sostener el tipo de cambio en los márgenes de fluctuación que le han sido concedidos. Hay dos márgenes: el margen ancho, que España tiene, y el margen normal o banda estrecha, del 2,25, que es la fluctuación generalizada en la mayor parte de los países. El sistema constituye un elemento esencial de la cultura económica europea, de tal manera que privar a Europa del funcionamiento correcto del Sistema Monetario Europeo la impediría llegar a un funcionamiento eficiente del mercado único. Sin un Sistema Monetario Europeo que funcione con eficiencia no es posible lograr un mercado único, porque la base del mercado único se encuentra fundamentalmente en aquél.

Por tanto, lo que ha ocurrido en el Sistema Monetario es que sus reglas no han sido bien observadas. Hay que tener en cuenta que los tipos de cambio en él considerados son fijos, pero ajustables. Lo que no es concebible es que desde 1987 las monedas fijen sus paridades y no las corrijan, a pesar de los muy distintos acontecimientos que se han producido en las diversas economías. Naturalmente, si la lira, por ejemplo, ha experimenta-

do inflaciones internas distintas a las del marco alemán, fijar en 1993 la misma paridad que en 1992 haría imposible la sostenibilidad del tipo de cambio. De aquí que, como es obvio, esa revisión hubiera debido producirse periódicamente. Y no se ha producido. Por ello, al llegar el 3 de junio de 1992 y producirse los resultados del referéndum danés, se generalizó la duda respecto de la posibilidad de alcanzar los tipos de cambio fijos de la unión monetaria y cada moneda fue objeto de análisis a través de sus datos fundamentales. Y se produjo la gran especulación, que había sido animada por la directiva comunitaria de libertad de movimiento de capitales.

España incorpora audazmente esa libertad de movimientos de capitales en virtud del Decreto-ley de 20 de diciembre de 1991, que liberalizó los movimientos de capitales a partir de 1 de febrero de 1992, a pesar de que tenía la posibilidad de aplazar esa medida hasta el 31 de diciembre de 1992. Y quizás hubiera debido utilizar esa posibilidad, porque posiblemente así hubiera podido impedir los movimientos especulativos que se desarrollaron contra la peseta y que obligaron a su devaluación. El hecho es que la peseta ha tenido que devaluarse, que dos unidades monetarias, libra y lira, se encuentran situadas al margen del sistema y que éste no funciona. La pregunta que hemos de plantearnos es la de si el sistema no funciona porque tiene defectos orgánicos o porque las reglas de funcionamiento se interpretan de forma inadecuada. Los acontecimientos que se han producido más bien apuntan a la segunda posibilidad. En todo caso, es preciso proceder a un arreglo del Sistema Monetario Europeo para el buen funcionamiento de las distintas economías.

3. Los males propios de la economía española

Finalmente, están los males propios. España es diferente. Diagnosticar los males de una economía implica asimilar la función del economista con la del médico. Y en este sentido, los males de la economía española son como los de la medicina infantil: escandalosos. Y tratar de evadirlos es intentar no atender la evidencia. Estos males son, fundamentalmente, cuatro.

a) *La inflación diferencial*

El primero es la existencia de una inflación diferencial con la Europa comunitaria. España ha hecho un esfuerzo importante de estabilidad. En 1977 la inflación en los meses centrales se situó en el 37 por 100 de crecimiento anual, pero terminó el ejercicio en un veintitantos por ciento, bajando posteriormente al 14 por 100, y desde entonces la

inflación ha ido cayendo hasta la meseta del 6 por 100. Contemplada con ojos iberoamericanos, ésta ha sido una gran empresa. Contemplada con ojos europeos, estamos en una meseta deficiente, porque las mejores inflaciones europeas están situadas aproximadamente en la mitad de la española (en torno al 3 por 100). He aquí un mal español importante y difícil de evitar, porque vivimos en una cultura (latina o española) que tiende a despreciar la inflación como objetivo. No hay en nuestro país una cultura de la estabilidad como un objetivo fundamental. Por otra parte, también es evidente que es éste un objetivo siempre costoso. Y un objetivo costoso que no es estimado por la sociedad es siempre poco atrayente desde la perspectiva política. De aquí que el objetivo de la inflación haya sido un objetivo no permanente, no seguido perseverantemente por la política y que hoy constituye un mal indeseable de España.

b) *El desequilibrio de la balanza de pagos*

El desequilibrio de nuestra balanza de pagos por cuenta corriente es un desequilibrio tradicional que España ha remediado por muchas vías a lo largo de la historia. La balanza de servicios, fundamentalmente el turismo, ha constituido durante muchos años la goma con la que se han borrado los números rojos de la balanza comercial. Pero la balanza de servicios y el turismo no han sido suficientes en los años inmediatos para resolver el déficit de nuestra balanza de pagos. Ha habido que realizar importaciones de capital en inversiones directas y ventas de inmuebles a extranjeros para poder saldar la balanza en los años pasados. Pero tampoco este medio ha sido suficiente en 1992 y, por tanto, el déficit ha comenzado a tener una importancia diferente.

c) *El déficit público*

Es éste un mal claro de la economía española que ha estado omnipresente en todo el proceso de nuestra democracia. Desde su llegada, todos los presupuestos del Estado español, de las corporaciones locales y de las comunidades autónomas se han liquidado con déficit. Déficit persistente que se ha situado en cantidades variables a lo largo del tiempo, pero siempre negativas, lo que ha generado un crecimiento de la deuda pública existente. En 1975 la deuda pública total española representaba el 13 por 100 del PIB; a finales de 1991 se situaba en el 45 por 100 del PIB. Esto significa que, aunque estemos por debajo de otros países europeos, nuestra deuda se ha generado con una extraordinaria rapidez por la acumulación reiterada de déficit públicos.

Junto a esta característica del déficit público, aparecen las limitaciones del ahorro interno para financiar los procesos de inversión. No tenemos ahorro interno suficiente para financiar los procesos de inversión. Nuestro sector público no tiene fondos para financiar el conjunto de sus gastos corrientes e incurre en déficit. Pero las empresas y las familias también tienen déficit en el conjunto de sus cuentas de financiación, porque ahorramos poco. Y ese déficit de ahorro constituye un elemento básico, un defecto grave de nuestra economía.

d) *La rigidez de los mercados de bienes y servicios y del mercado de trabajo*

Finalmente, la rigidez de los mercados de bienes, servicios y, en general, del mercado de trabajo constituyen otra característica omnipresente en España. Desde el siglo XVI todos hemos aspirado a lo mismo: a tener un privilegio, un estanco, un monopolio del que disfrutar para vivir al margen de la competencia. Todo el mundo aspira a una notaría, un registro, una farmacia, un taxi, a ser entradores en un mercado, algo que, en definitiva, signifique un negocio definitivo al margen de la competencia existente. Y así, nos dicen los economistas desde hace muchos años, no se llega a ninguna parte.

Como, además, España se sitúa, en sus defectos y en sus virtudes, en el límite de la caricatura de lo que puede ser Europa, nuestro mercado de trabajo es claramente un mercado rígido.

4. Las consecuencias

La existencia de una inflación diferencial con Europa, el desequilibrio de la balanza de pagos, el déficit público y un ahorro interno escaso producen el efecto de tipos de interés especialmente elevados, que, a su vez, generan una cascada de efectos negativos importantes. El primero, desanimar al conjunto de las inversiones. La ola creciente de los tipos de interés asciende y ahoga la inversión.

El segundo efecto es claro. Los altos tipos de interés constituyen el heraldo para que, quienes tienen capitales fuera, acudan adentro. El pago por España de altos tipos de interés anima al extranjero a suscribir nuestros valores, ya que los tipos son altos y esta demanda de pesetas eleva su cotización. Y, como efecto, la elevación de la cotización de la peseta, a consecuencia de la entrada de capital extranjero para beneficiarse de los tipos de interés, ahoga las exportaciones. A su vez, nuestro turismo compite difícilmente a consecuencia del crecimiento del tipo de cambio que producen los tipos de interés.

Finalmente, hemos de hacer una mención de nuestras infraestructuras. España ha registrado un desarrollo económico extraordinario en el conjunto de sus actividades, pero ese conjunto de actividades privadas exige, a su vez, actividades públicas; si crece la producción privada, tiene que haber una producción pública complementaria. Y lo que ha ocurrido es que se nos han quedado cortas nuestras infraestructuras: nuestros transportes, nuestras comunicaciones, nuestras traídas de aguas. La necesidad de gastar en este ámbito obliga a recurrir a la deuda pública, que permite trasladar a las futuras generaciones la financiación de aquellas inversiones que serán disfrutadas por ellas. Pero la deuda pública se financia con unos tipos de interés altos, lo que encarece notoriamente la inversión pública.

Acaece así que los altos tipos de interés perjudican a las tres variables quizá más nobles de la economía: la inversión privada, las exportaciones y las infraestructuras. Y, asimismo, conseguir tipos de interés menores exige tener un déficit público menor y un ahorro mayor porque, en caso contrario, no será posible conseguir el deseable nivel de los tipos de interés.

5. El origen de los males de la economía española y sus posibles remedios

¿De dónde derivan los males que se acaban de señalar? Estos males arraigan en cinco escenarios.

El primero de ellos es el comportamiento de las administraciones públicas. No es posible que las administraciones públicas continúen manteniendo sus actuales niveles de gasto ni que el gasto público tenga la ineficiencia o pérdidas de eficiencia que hoy muestra. España gastaba, al comienzo de la transición democrática, la cuarta parte de su producción nacional en gasto público: el 25 por 100. En 1992 ha gastado el 42 por 100. Esto quiere decir que se ha dado un enorme salto en muy corto tiempo y, literalmente, es imposible gastar tanto en tan poco tiempo y hacerlo bien; la ineficiencia es consecuencia de la propia rapidez del gasto. Las denuncias realizadas del conjunto de gastos efectuados a destiempo, mal concatenados y efectuados con escaso sentido de la eficacia ponen en el telar de la crítica pública gastos que habrían de pasar por el cedazo de la Administración para tratar de corregir el conjunto del gasto público y mejorar su economía.

Es preciso, también, tratar de que el déficit público y el ahorro caminen por la senda correcta, para lo que se han de cumplir las virtudes tradicionales del Presupuesto. El Presupuesto ha dejado de ser en España un elemento de previsión y control. El

Presupuesto no prevé, se equivoca. Hay gastos realizados más allá de los límites presupuestarios porque existen corruptelas que así lo permiten. Gastos extraordinarios, suplementos de crédito y créditos ampliables son figuras que dan lugar a que el gasto efectivamente realizado tenga poco que ver con el gasto programado. Y esta diferencia entre la programación y la presupuestación y su realización constituyen un defecto no solamente económico, sino también político, porque una de las virtudes fundamentales de un presupuesto como institución democrática es, justamente, servir como elemento de previsión y control.

Por otra parte, es indispensable que el ejemplo del Estado en la reducción del déficit y en la limitación del gasto pase a las haciendas territoriales, que han imitado a la hacienda central en cuanto a su déficit y a la multiplicación del gasto, con algunas escasas excepciones. Esta política presupuestaria debería ser el elemento esencial de la corrección de los males que padece la economía española, porque mientras haya déficit y siga creciendo el gasto público, habrá inflación diferencial, ya que el déficit presionará al gasto. Mientras haya déficit permanecerá el desahorro que desequilibra las cuentas públicas y los tipos de interés se resistirán a bajar. La metástasis del déficit y del comportamiento de la Hacienda sobre toda la economía es un hecho real que lleva a la individualización del comportamiento de las administraciones públicas como origen de los males denunciados.

En segundo lugar, es indispensable la política monetaria. La política monetaria ha sido la que, en España, ha mantenido la salvaguardia de la estabilidad. Pero esa política monetaria es menester que continúe, no en la soledad en la que se ha movido, sino acompañada en todo caso de la política presupuestaria y de la moderación en el crecimiento de las rentas. Una preocupación importante de las autoridades monetarias es, pues, el control del crecimiento del crédito bancario y, por ello, es necesario que siga muy de cerca su desarrollo.

Pero la política antiinflacionista no sólo exige una política presupuestaria y una política monetaria rigurosas. También reclama reformas estructurales que flexibilicen y liberalicen los mercados. Es esto algo fácil de decir, pero difícil de aceptar. En su discurso en el Congreso de los Diputados del 19 de septiembre de 1991, el Ministro de Economía prometía la realización de reformas estructurales en todos los mercados (de bienes, de servicios, de capitales, financieros) de manera inmediata, porque es ahí donde se encuentra el origen de la inflación. Y, efectivamente, es así: nuestra inflación es dual en el sentido de que el crecimiento de los

precios de los servicios nada tiene que ver con el comportamiento de los precios agrícolas e industriales. Los primeros tienen un acusado ritmo inflacionista, en tanto que los segundos se mueven con frecuencia en tasas negativas. Pero los servicios en España son más del 60 por 100 del PIB y, por tanto, es preciso introducir en ellos dosis importantes de competitividad para corregir el mal de la inflación, ya que el comportamiento anómalo del sector servicios se deriva del monopolio que muchos de ellos tienen asegurado en el mercado. Y a veces ese monopolio no es privado, sino público. Los ejemplos de los transportes y las comunicaciones son reveladores de la necesidad de reformar aquellos sectores que no están abiertos a los aires de la competencia.

También ha de flexibilizarse el mercado de trabajo. La formación profesional tiene graves defectos, lo que se manifiesta en la falta de adecuación entre demanda y oferta de trabajo.

Por otra parte, la competitividad de la economía española no sólo depende de mejores precios y costes, sino también, y fundamentalmente, de innovaciones y de inversiones en capital humano, de atención a la calidad de los distintos productos, de la promoción de las exportaciones. En todos estos campos han de adoptarse medidas que se deben conjugar y aplicar de forma compensada para llegar a solucionar nuestros problemas.

Pero este diagnóstico, que es imprescindible, debe estar acompañado por un liderazgo político capaz de plantear los problemas y exigir su esfuerzo para solucionarlos al conjunto de los ciudadanos. Sin apoyo social y político no podrán remediarse los graves problemas que el país padece.

UNA REPRESENTACION GRAFICA DE LOS MALES FUNDAMENTALES DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Para terminar, los tres gráficos que siguen muestran los escenarios a que antes nos hemos referido, y su contemplación puede ser ilustrativa de cuanto se ha expuesto.

El gráfico 1 trata de reflejar lo que se denomina «inflación diferencial», esto es, cómo se ha comportado el índice de precios al consumo en los precios industriales y en los precios de los servicios. Como puede observarse, desde que España entra en la Comunidad, en 1986 y hasta 1992 las curvas siguen una tendencia claramente divergente. Mientras que los precios de la industria tienen un comportamiento riguroso porque están aguan-

tando la competencia europea y, obviamente, no pueden elevarse, el conjunto de los servicios, bienes no exportables y que, consecuentemente, no se ven presionados por la competencia externa, se permiten tener grados de inflación totalmente divergentes.

Esa tijera abierta entre los precios de los servicios y los precios de los bienes industriales está produciendo dos efectos importantes: 1) está haciendo difícil, si no imposible, la reducción de la inflación; 2) está destrozando el tejido industrial del país, porque es evidente que si la industria tiene que pagar los precios de esos servicios encarecidos, sus costes también se encarecerán y las posibilidades de competir con la industria extranjera serán, obviamente, menores.

El gráfico 2 recoge lo que podríamos denominar el «zizag del déficit público», un déficit público que se representa en dos ejes: por una parte, el déficit público en porcentaje del PIB, en horizontales, y por otra parte, también en porcentaje del PIB, la deuda acumulada. La etapa 1979-1982 es la que podríamos denominar como de creación del déficit público. En los años 1975 a 1978 el déficit público se movió en límites tolerables del 0,5 al 1 por 100, pero a partir de 1979 levanta el vuelo y cre-

cen conjuntamente déficit y deuda. Todos los años —1979, 1980, 1981— dan claros crecimientos de los dos factores. Al llegar al año 1982 continúa creciendo la deuda pública y vuelve de nuevo, a partir de 1983, a iniciarse el mismo proceso en un nivel superior. Y a partir de 1985 comienza una etapa nueva, en la que el déficit se reduce y la deuda pública se estabiliza. Son los puntos de 1985 a 1988. Y de 1988 a 1991 el zizag del déficit público vuelve a emprender su marcha condenable. Lo que se está haciendo en la España de los noventa es lo mismo que se hacía en la España de los ochenta, pero en un nivel mucho más peligroso, porque la deuda pública es mayor y el déficit público, aunque sea de la misma entidad, acumula una deuda pública mayor, por lo que también es más acuciante la necesidad de su corrección.

El gráfico 3 muestra cómo se fijan los salarios. Mientras que el criterio sea el de incrementar los salarios teniendo en cuenta el crecimiento de los precios del ejercicio anterior más uno o dos puntos, se estará asegurando una mayor dosis de inflación venidera. Esta rigidez del mercado hace imposible alcanzar la estabilidad. Confiemos en que este comportamiento se corrija de alguna forma, porque si no es así será difícil que los problemas de la economía española tengan solución.

GRAFICO 1
EVOLUCION DEL IPC EN LOS PRECIOS INDUSTRIALES Y LOS SERVICIOS
1982-1993 (Tasa de variación anual)

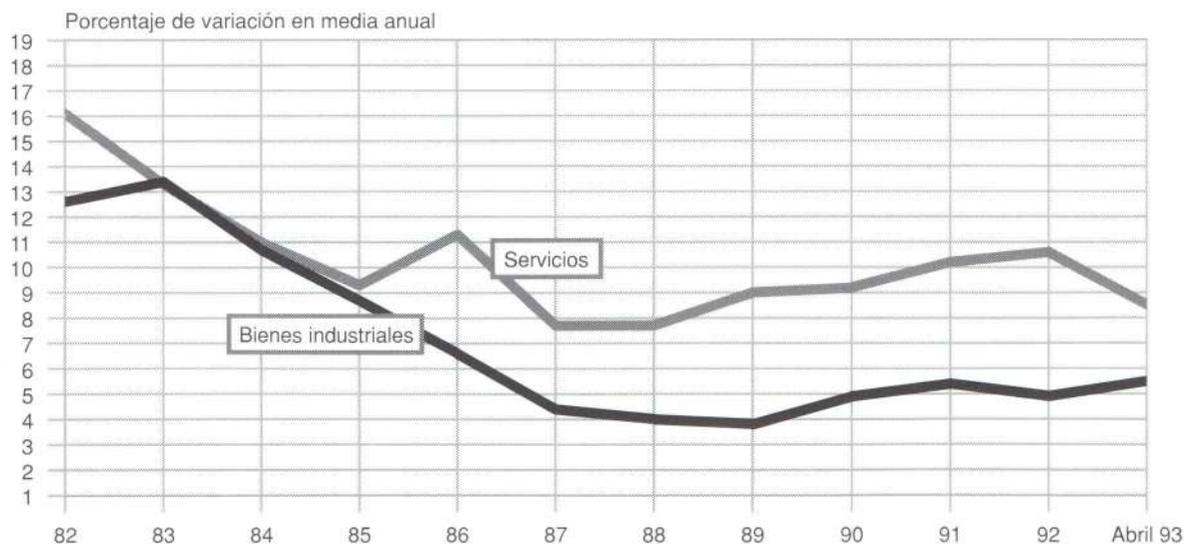


GRAFICO 2
EVOLUCION DEL DEFICIT Y LA DEUDA PUBLICA
 (En porcentaje del PIB)

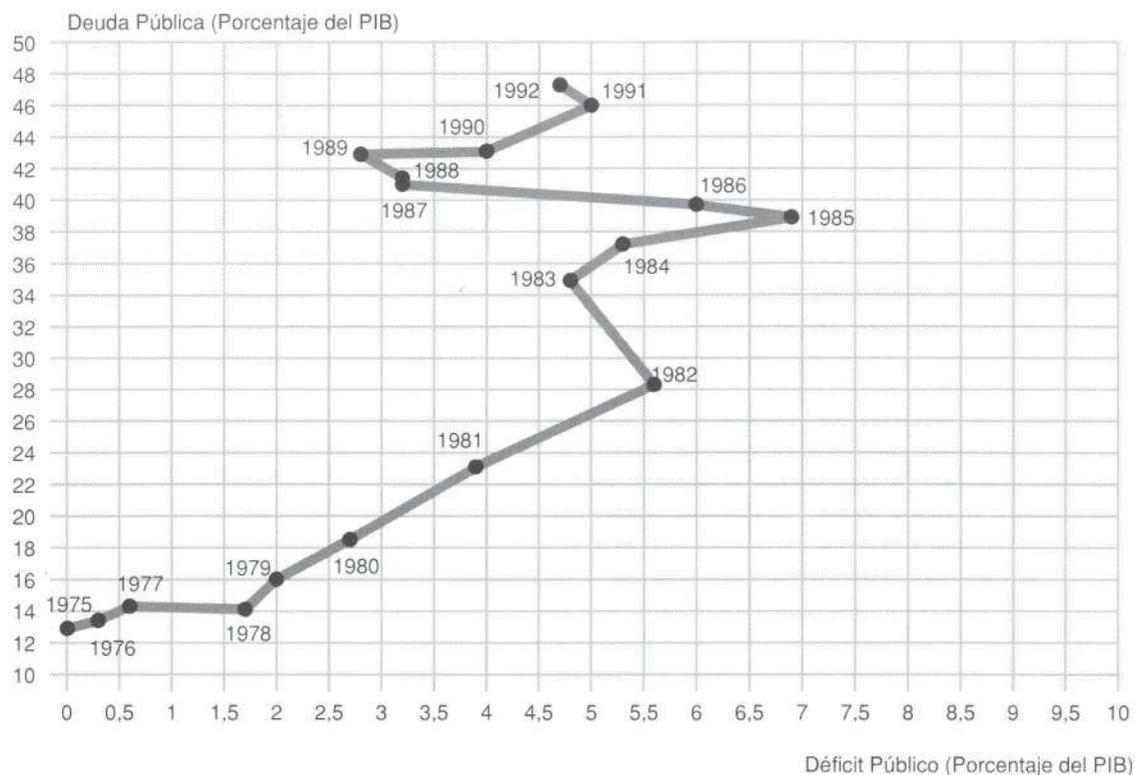
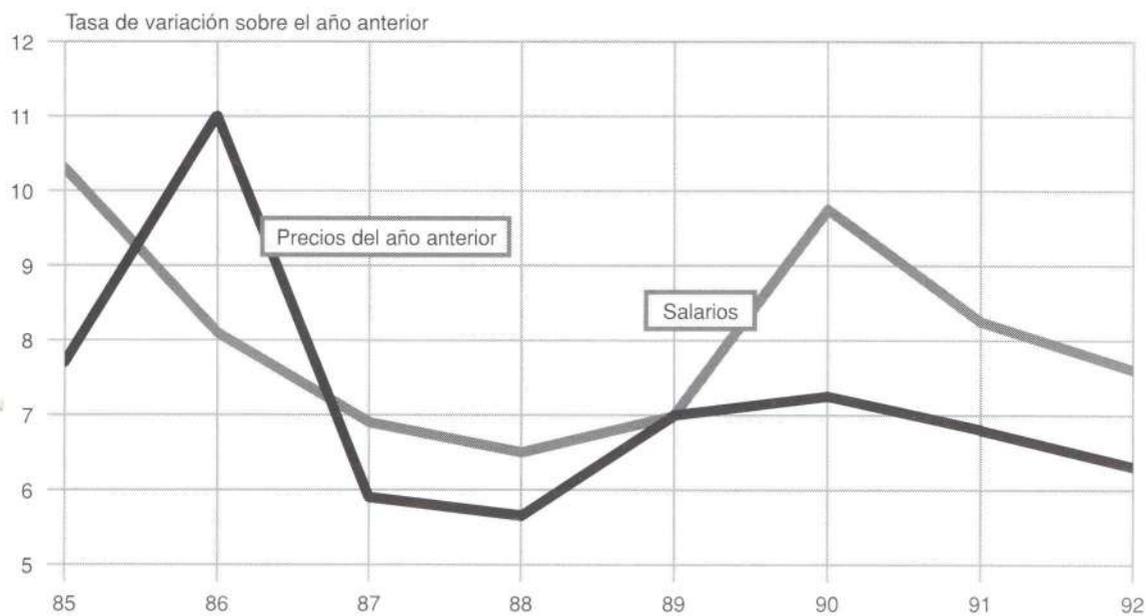


GRAFICO 3
CRECIMIENTO DE SALARIOS Y PRECIOS
 (1985-1992)



EL SECTOR FINANCIERO Y EL MERCADO UNICO EUROPEO (*)

Miguel MARTIN FERNANDEZ

Aunque este tipo de actos son siempre una buena ocasión para la reflexión y el análisis, el de hoy es especialmente oportuno, al situarse al final de un año tan emblemático como 1992 y ser ya inminente la llegada de 1993, y con él la inauguración del mercado único europeo. Parece, por ello, obligado que nos detengamos a examinar la etapa que ahora se cierra y a perfilar la que ya espera impaciente en el horizonte.

Mirando hacia atrás, no cabe duda de que el espectáculo es impresionante. Desde la entrada de España en la CE, el sistema financiero ha experimentado un conjunto de cambios estructurales sin precedentes. España entra en la CE en un momento especialmente fecundo y dinámico, por cuanto muy poco tiempo después se iba a aprobar, en el Consejo de Europa de diciembre de 1985, en Luxemburgo, el Acta Unica Europea, y con ella el programa de trabajo para la puesta en práctica del mercado interior europeo precisamente el 31 de diciembre de 1992.

En el sector financiero, la realización del mercado interior estaba basada en la libertad de movimientos de capital, la libertad de establecimiento y la libertad para prestar servicios. Europa se sumaba así, impulsándolo, a un proceso mundial de desregularización administrativa y liberalización de los mercados. Una vez iniciado el proceso en un país, o incluso en un subsector financiero, la ventaja competitiva que ello proporciona a sus entidades obliga a las autoridades supervisoras de los demás países o sectores a sumarse a él. A menos que las diferentes autoridades actúen concertadamente, habría un peligro cierto de llegar a una desregularización excesiva que pudiera desestabilizar los mercados.

Todos recordamos que a la entrada de nuestro país en la CE, en 1985, la banca privada soportaba coeficientes obligatorios del 48 por 100 de sus recursos ajenos (18 por 100 de caja, 20 por 100 de inversión y 10 por 100 de pagarés del Tesoro). La situación de las cajas de ahorros era aún peor,

pues al ser su coeficiente de inversión del 28 por 100, tenían asignado forzosamente el destino del 56 por 100 de sus recursos ajenos.

No quisiera extenderme en un análisis minucioso del proceso de eliminación de las restricciones administrativas a la libre decisión de las entidades financieras. Sin embargo, un breve repaso del mismo me parece útil, a fin de tomar conciencia no sólo del camino recorrido, sino, sobre todo, de cómo el sistema bancario ha sabido recorrerlo adaptándose con flexibilidad a las mayores cotas de libertad, dando muestras de una gran capacidad de ajuste, e incluso de iniciativa.

Como es sabido, el coeficiente de inversión no se redujo de forma significativa hasta 1987, cuando se situó en el 11 por 100, y sólo en 1989 se estableció el calendario gradual que conduciría, trimesalmente, a su extinción en diciembre de 1992.

El coeficiente de caja se mantuvo a niveles muy elevados hasta marzo de 1990, cuando se fijó en el 5 por 100. Sin embargo, los activos de caja retenidos en el coeficiente anterior se consolidaron en certificados del Banco de España al 6 por 100 de interés, con un calendario de amortización que no concluye hasta finales del año 2000. A comienzos de 1992, el coeficiente se rebajó medio punto, quedando fijado en el 4,5 por 100.

La liberalización de los tipos de interés fue mucho más rápida, siendo plena ya en marzo de 1987, cuando se eliminaron los tipos máximos de los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo inferior a seis meses.

En diciembre de 1988 se derogó la última restricción específica que todavía pesaba sobre las cajas de ahorros limitando su expansión geográfica al territorio de la comunidad autónoma de su domicilio social.

En cuanto al tema básico de los movimientos de capital, hay que recordar que hasta la aprobación de las circulares 1 y 5, de 1987, del Banco de España, las entidades delegadas no podían tener

posiciones cortas en moneda extranjera y generar, a través de ellas, liquidez en pesetas. Las circulares autorizaron el mantenimiento de posiciones abiertas —largas o cortas— en divisas, así como la toma y colocación de recursos en divisas entre residentes y no residentes. Las circulares comenzaron a considerar estas operaciones desde un punto de vista prudencial, no sólo de control de cambios, y los límites a las mismas debían responder a consideraciones de riesgo de tipo de cambio o de interés, y de la capacidad de los mecanismos de gestión y control interno de las entidades.

Por su lado, el gobierno, a lo largo del período 1986-1992, procedió a la gradual liberalización de los movimientos de capital con el exterior, que quedó culminada el 1 de febrero de 1992, con la eliminación de las últimas restricciones administrativas que pesaban sobre los movimientos de capital a corto y la apertura de cuentas en pesetas en bancos no residentes.

La reciente aparición de las circulares 16 y 17 del Banco de España no puede interpretarse como un paso atrás en este proceso por dos razones: primero, porque las medidas adoptadas no prohíben ni limitan la realización de operaciones de cambio, sino que van dirigidas a encarecer y desincentivar la especulación a muy corto plazo; segundo, por su carácter esencialmente transitorio, circunscrito a una situación específica y excepcional de inestabilidad de los mercados de cambio.

De forma simultánea al proceso descrito de liberalización de los mercados bancarios y de cambio, en el período comentado de 1986-1992 se ha producido otro de reforma profunda de los mercados de valores de gran contenido innovador. Como es bien conocido, el caso más espectacular es el del mercado de deuda pública en anotaciones en cuenta, creado en 1987 con la doble finalidad de facilitar la financiación no inflacionista del déficit del Estado y mejorar la instrumentación de la política monetaria. Sin embargo, el gran éxito de este mercado, tanto en términos de volúmenes de negociación como de organización eficiente, no debe ocultar otros desarrollos de gran importancia ocurridos al amparo normativo de la Ley de Mercado de Valores de julio de 1988. En este sentido, quisiera citar la creación de las sociedades y agencias de valores en sustitución de los agentes de cambio y Bolsa, la liberalización de las comisiones bursátiles, la creación del mercado continuo de acciones, la del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, la creación de los mercados de futuros y opciones, y del mercado de renta fija mayorista de la AIAF. Desde un ángulo distinto, pero de enorme interés para los mercados de valores, hay que señalar la aparición y consolidación de los meca-

nismos colectivos de ahorro e inversión: Los planes y fondos de pensiones y los fondos de inversión mobiliaria. *Last but not least*, debo mencionar dos hechos de gran trascendencia para el sistema de pagos: primero, el continuo desarrollo del servicio telefónico del mercado de dinero, que ha sido pieza clave para el buen funcionamiento del mercado de depósitos interbancario y del mercado de deuda anotada, y segundo, la puesta en marcha del Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

La eficacia de estas medidas no se ha quedado en las páginas del *BOE*, sino que ha afectado profundamente al comportamiento de los agentes económicos y a la estructura de los mercados y flujos financieros. Dentro del contexto de una economía que, como la española en el período considerado, 1986-92, estaba creciendo muy rápidamente, a ritmos del 4 por 100 anual, se pueden señalar los siguientes fenómenos:

1) Estancamiento del sistema bancario, cuyo balance medio se mantiene estable en el período al nivel del 123 por 100 del PIB. Sin embargo, el conjunto del sistema financiero gana, en el mismo espacio de tiempo, 10 puntos porcentuales del PIB, lo que denota el rápido crecimiento de las instituciones financieras no crediticias.

2) Fuerte aumento de los valores en circulación, que pasan del 80 al 90 por 100 del PIB. En general, se produce un aumento significativo del peso de los instrumentos financieros en la economía (del 400 al 430 por 100 del PIB). En particular, la deuda negociable del Estado en circulación se duplica, pasando de unos 8.350 millones de pesetas a 17.219 millones.

3) Pérdida de importancia del crédito bancario, que pasa de representar el 154 por 100 del PIB al 147 por 100. Dentro del balance de la banca privada, el crédito pierde 1,4 puntos de peso medio, aunque se mantiene en el balance de las cajas de ahorros. Los créditos a tipo variable, sin embargo, casi se duplican en términos de PIB.

4) Caída de los depósitos convencionales, que pasan del 64 al 58 por 100 del PIB a expensas, en gran medida, del aumento de las cesiones temporales de deuda. Este fenómeno es particularmente intenso en las cajas de ahorros, cuyas cifras de acreedores pierden 14 puntos de peso dentro de su balance.

5) Aumento del endeudamiento de familias y empresas. La deuda financiera bruta pasa del 157 por 100 del PIB al 174, compensada en parte por el aumento de los activos financieros (178 al 188 por 100 del PIB).

6) Aumento de los activos y pasivos financieros frente al exterior. Los activos de no residentes pa-

san del 28 al 40 por 100 del PIB. Los activos de residentes frente al resto del mundo se mantienen, sin embargo, en cifras muy moderadas (del 22 al 25 por 100 del PIB).

7) El grado de apertura de la economía se acrecienta de forma significativa. La suma de importaciones y exportaciones de bienes y servicios llega a representar ya un 48 por 100 del PIB en 1991 (36,1 por 100 en 1985). La suma de entradas y salidas de capital pasa de un nivel mínimo del 0,7 por 100 del PIB en 1985 al 8,9 por 100 en 1991.

8) El mercado interbancario de depósitos experimenta un crecimiento exponencial. El saldo vivo medio diario, que en 1985 no alcanzaba el billón de pesetas (concretamente 961,7 mm), llega en 1991 a casi 5 billones (4.987,2 mm); es decir, pasa de representar el 4,76 por 100 del total de depósitos del sistema bancario al 14,21 por 100 de éstos.

Todos estos fenómenos son sólo una modesta versión doméstica de los profundos cambios estructurales que están ocurriendo en los mercados financieros mundiales, una vez que la desregulación administrativa ha permitido el libre juego de los agentes económicos y ha liberado su capacidad de innovación financiera. Pero el proceso no se ha desarrollado sin dificultades. Como señala el BIS, aunque ya a lo largo de los años ochenta se habían producido varios casos de bancos en dificultades, es al final de la década cuando, al tiempo que el crecimiento económico empezó a debilitarse, los sistemas financieros de algunos países se encontraron con problemas generalizados de inestabilidad no conocidos desde el período entre las dos guerras mundiales. Es el caso de Estados Unidos, Noruega, Suecia, Finlandia, Australia y Japón. Por ello, el BIS considera que ha llegado la hora de evaluar la situación y analizar los costes y beneficios de la desregulación e innovación financieras.

El beneficio es, sin lugar a dudas, una mayor eficiencia del sistema financiero, que sería capaz de prestar mejores servicios a ahorradores e inversores con un coste de producción menor. De hecho, la mayor competencia generada por la liberalización ha permitido la aparición de nuevos instrumentos financieros no sólo mejor adaptados a las necesidades de los ahorradores, sino incluso más rentables. Simultáneamente, los inversores han tenido acceso a una financiación externa más fácil, diversificada y barata. Por último, no cabe duda de que la innovación financiera ha puesto a disposición de los usuarios nuevos sistemas de cobertura de los riesgos de interés y cambio, imprescindibles para una gestión más racional de sus negocios.

Frente a estos beneficios, en términos de mayor eficiencia, aparecen los costes en forma de mayor inestabilidad financiera. El coste de la libertad y de la innovación es la pérdida de la seguridad, y ése es un precio que puede ser demasiado elevado en un sector basado esencialmente en la confianza del público. El proceso, por tanto, debe estar perfectamente controlado para evitar situaciones irreversibles.

¿Cómo se genera esa mayor inestabilidad financiera? Alexandre Lamfalussy la atribuye a cuatro grandes causas:

1) La reducción de márgenes de intermediación que la mayor competencia trae consigo casi por definición. La caída de los márgenes es una consecuencia inevitable de la mayor eficacia introducida por la mayor competencia. Pero esa caída de márgenes no se produce de forma uniforme en todas las entidades, sino que unas se verán más afectadas que otras, y terminarán desapareciendo de forma más o menos traumática.

2) La mayor volatilidad de los precios de los activos financieros. Una de las consecuencias características del proceso de liberalización es el incremento enorme de las transacciones financieras, a un ritmo muy superior al crecimiento de la economía real. *Trading* es la palabra de moda, pero el *trading* puro, junto con la gran rapidez con que se realizan las transacciones y se transmite la información, genera una mayor variabilidad de los precios tanto a corto como a largo plazo. La crisis de 1987 y la sobrevaloración del dólar del comienzo de los años ochenta son ejemplos típicos de este fenómeno.

3) La dificultad creciente para interpretar los balances de las entidades financieras. En gran parte, esto se debe a las transacciones fuera de balance, ya que, por un lado, sus riesgos son difíciles de evaluar en sí mismos y, por otro, nunca se sabe la repercusión que pueden tener en otras partes del sistema financiero. En este sentido, hay que recordar que las nuevas técnicas de cobertura de los riesgos de interés y cambio, en realidad, no eliminan el riesgo, sino que se limitan a transferirlo a otra entidad, financiera o no.

Por otro lado, la proliferación de grupos y conglomerados financieros puede hacer irrelevantes los balances individuales, complicando enormemente la evaluación financiera de los participantes en los mercados.

4) Por último, el enorme tamaño que han tomado los riesgos en los mercados interbancarios y sistemas de compensación y liquidación, así como la dificultad creciente para conocerlos, seguirlos y valorarlos, especialmente los riesgos asumidos en

el transcurso del día. Estos mercados son, por otra parte, el vehículo natural de transmisión de las crisis de entidades individuales, que pueden, por tanto, propagarse a todo el sistema no ya nacional, sino internacional.

Aunque cabe poca duda de la realidad de estas cuatro fuentes de inestabilidad, tampoco hay duda alguna de que la respuesta a la alternativa entre eficiencia y seguridad no puede ser un regreso al intervencionismo administrativo y la fragmentación de los mercados. Por el contrario, hay que seguir persiguiendo mayores cotas de eficacia, aunque, lógicamente, con pleno conocimiento de los peligros y riesgos que ello entraña, y tratando, en consecuencia, de minimizarlos.

Los primeros que deben ser conscientes de esos peligros y riesgos son los profesionales de la banca, los responsables de la gestión del negocio bancario. Nada puede sustituir a una gestión profesional y prudente de las entidades. El negocio bancario, ahora más que nunca, se caracteriza por su complejidad, por lo que su gestión requiere una organización perfectamente estructurada, y unos sistemas y procedimientos operativos claramente diseñados y escrupulosamente seguidos y respetados. Entre ellos, permítaseme que destaque los sistemas de información —todos sabemos que el negocio bancario es gestionar información— y los de control interno, sin cuyo perfecto funcionamiento es, hoy día, imposible una gestión prudente de los riesgos bancarios.

Por su parte, las autoridades, tanto económicas como de supervisión, tienen la responsabilidad de crear un marco estable para el desarrollo del negocio bancario. Por un lado, ello exige una política económica anticíclica que impida la exacerbación de los desequilibrios y se imponga como objetivo la estabilización de los precios. Por otro, hay que crear un marco normativo que respete la libertad de los agentes, pero que fomente comportamientos de prudencia, veracidad y transparencia informativa, y los imponga en caso necesario. La liberalización de los mercados expone a los bancos a mayores riesgos potenciales, y ello exige, como contrapartida inevitable, una mejor supervisión de sus actividades.

Este es el camino emprendido por las autoridades supervisoras de los países desarrollados, que en los últimos años han realizado un gran esfuerzo para mejorar y armonizar los criterios y normas de supervisión. Sin esta armonización, se produciría, como ya he señalado, lo que los anglosajones llaman *competition in laxity*; es decir, una degradación progresiva de las normas de supervisión a fin de evitar una ventaja competitiva de las entidades de países menos exigentes. El Comité de Supervi-

sión Bancaria de Basilea y la CE, en sus respectivos ámbitos, han realizado una extraordinaria labor en este sentido, cuyo pacto más conocido fue el acuerdo sobre la composición y volumen mínimo del capital de las entidades de crédito. Una vez alcanzado, dicho acuerdo ha servido de base a las directivas comunitarias sobre fondos propios y coeficiente de solvencia, cuya transposición al derecho español se encuentra actualmente en trámite.

Lógicamente, la regulación comunitaria, al referirse a un mercado financiero que se pretende único, es mucho más rica y completa que la elaborada por el Comité de Basilea, y abarca el conjunto de aspectos que constituyen un sistema moderno de supervisión; es decir, además de las exigencias mínimas de capital por los diferentes riesgos, el tratamiento de las concentraciones de riesgos, la supervisión consolidada de los grupos y conglomerados financieros, y la normativa sobre contabilidad y valoración de activos.

El conjunto de esta normativa prudencial trata de afrontar las causas de inestabilidad que señala Lamfalussy, aunque, ciertamente, no puede eliminarlas. Así, una adecuada normativa sobre concentración de riesgos debe obligar a las entidades no sólo a diversificar sus depósitos interbancarios, sino a seguirlos y evaluarlos puntualmente, estableciendo los límites operativos adecuados. La normativa sobre supervisión consolidada debe evitar que las transacciones intergrupo impidan conocer el verdadero volumen de riesgos asumidos, los capitales realmente disponibles para hacerles frente, así como los resultados auténticamente obtenidos. La normativa contable, junto con la exigencia de capital para las operaciones fuera de balance y los riesgos de interés y cambio, debe hacer más transparentes los balances bancarios, los riesgos inherentes a dichas transacciones y su valoración e impacto en las cuentas de resultados.

En este sentido, no cabe la menor duda de que el Banco de España alentará siempre una regulación firme y exigente que salvaguarde la estabilidad de nuestro sistema financiero y merezca, como hasta ahora, la confianza de los analistas e inversores internacionales. No caben en este campo ni compromisos ni debilidades, que sólo favorecen a los menos eficientes y, por ello, terminarían minando la solidez del resto.

Evidentemente, la regulación prudencial no es una panacea para todo. Primero, porque, como ya he señalado, no puede eliminar los riesgos de la actividad bancaria; segundo, porque no debe, sino al contrario, reducir o paliar la competencia dentro del sistema. Y esa competencia, y la reducción de márgenes de beneficio que comporta, es la primera

causa de inestabilidad. Bien es verdad que el sistema bancario español, en su conjunto, está especialmente preparado para afrontar los nuevos retos del mercado único, tanto por su nivel de capitalización como por su nivel de resultados, ambos entre los más altos del mundo. Por otra parte, es también cierto que los bancos y cajas han sabido aprovechar los años pasados de bonanza para realizar algunas transformaciones de gran trascendencia. Me refiero, ante todo, al proceso de fusiones llevado a cabo en los últimos años, que ha afectado a siete bancos, que representan el 37 por 100 de los activos totales medios de dicho sector, y a treinta y seis cajas, que representan el 46,8 por 100 del total del balance de las mismas. Simultáneamente, han desaparecido 43 cooperativas de crédito, al ser absorbidas por otras entidades de crédito.

Como consecuencia de este proceso, la capitalización de las reservas de fusión y de los beneficios generados, bancos y cajas se encuentran hoy en mejor situación de recursos propios que a la entrada de nuestro país en la CE. Igualmente, estimuladas por las oportunas circulares del Banco de España, las entidades han cubierto en dicho período sus provisiones para fondos de pensiones y mejorado sus dotaciones para insolvencias. En el terreno operativo, bancos y cajas han sabido hacer frente a la competencia por la captación y remuneración del pasivo tanto de dentro del sistema (las llamadas supercuentas) como de fuera del sistema (los fondos de inversión mobiliaria). Ha mejorado su tecnología informática y los productos a sus clientes, etcétera.

Sin embargo, queda mucho por hacer. Las fusiones, en numerosos casos, aún no han dado sus frutos ni en términos de gestión ni en términos de reducción de costes. El exceso de capacidad teó-

ricamente existente se ha agravado: desde 1986 se han creado 36 bancos, 23 de ellos extranjeros; el número de empleados se ha incrementado en unas 17.000 personas (6,6 por 100) y se han abierto 3.200 oficinas (9,9 por 100). La *ratio* gastos de explotación sobre el margen ordinario se ha deteriorado en 1,74 puntos en bancos, llegando a ser ya del 60,6 por 100, y en 4,66 puntos, llegando al 66,71 por 100, en cajas.

Dados el exceso de capacidad existente, la rigidez extrema para reducir costes, la caída en los márgenes financieros y la dificultad para atraer capitales externos, es deseable que el proceso de consolidación y fusión de entidades continúe. En el caso de las cajas, las comunidades autónomas no deberían obstaculizar operaciones de fusión por consideraciones localistas. De cara a 1993 y al mercado único europeo, sería ciertamente paradójico. Aunque no sería la única paradoja que nos trajera 1993. Hace unos años, 1993 simbolizaba, ante todo, la llegada del peligro exterior, la temida competencia de la banca europea. Cumplido el plazo, ahora resulta que el verdadero peligro está en el interior. Por una parte, en la competencia interna entre nuestras propias entidades; por otra, en una economía que cada vez pulsa de forma más débil, originando un incremento exponencial de la morosidad y los fallidos. Es el peligro de siempre. Lo siento, sinceramente, por aquellas entidades que se encuentren en dificultades: ni siquiera podrán echarle la culpa a la innovación financiera.

NOTA

(*) Conferencia de Clausura de las XI Sesiones de Trabajo de Tesorería.

CLAUSURA DE LAS XI SESIONES DE TRABAJO DE TESORERIA

Juan Cruz ALLI ARANGUREN

Es una de mis más gratas obligaciones proceder cada año a declarar clausuradas las Sesiones de Trabajo de Tesorería.

Y ello es así porque me permite agradecer la presencia entre nosotros no sólo de las autoridades del Banco de España, sino también de los distinguidos invitados que nos han acompañado y que han aceptado gentilmente intervenir con sus ponencias en estos dos días de trabajo. A ellos, auténticos protagonistas de estas reuniones, nuestro más profundo agradecimiento por sus enseñanzas y su compañía.

Este agradecimiento ha de extenderse también obligadamente a quienes, año tras año, han atendido puntualmente a esta convocatoria y han estado dispuestos a prestarnos su atención en estos dos intensos días de trabajo. Su fidelidad es nuestro mejor estímulo en la continuación de una tarea iniciada hace ya más de diez años por la Caja de Ahorros de Navarra y por la Fundación FIES, que pretendemos sea cada vez más útil para todos aquellos que nos honran con su compañía.

Es, precisamente, una razón de utilidad la que, en esta ocasión, nos ha impulsado a tratar de analizar extensamente y con rigor los problemas que a las entidades financieras plantea la gestión del riesgo. El riesgo, entendido como toda contingencia que puede afectar al resultado de una entidad, es un fenómeno connatural al mundo de los negocios (a la propia vida, diría yo), y resultaría absurdo pretender reducirlo a la nada.

El problema que se plantea a los órganos decisorios es distinto: consiste en asumir aquel grado de riesgo que sea comparable con la solvencia de la entidad y con las expectativas de rentabilidad. Y éste es, justamente, el difícil tema que se ha querido este año plantear en estas Sesiones de Trabajo, y sobre el que han versado la mayoría de las intervenciones que se han desarrollado durante estos dos días.

Difícilmente podíamos imaginar, cuando se decidió elegir este tema como centro de nuestras preo-

cupaciones, que su actualidad iba a ser tan de primer orden. Incluso dejando al margen los riesgos de impago, de liquidez y de tipos de interés, incorporados al quehacer diario de forma permanente, los acontecimientos más inmediatos y la marcha general de la situación económica han mostrado con claridad la necesidad de prestar mayor atención, si cabe, a la evaluación y gestión de los riesgos.

Las tensiones a las que se encuentra sometido el Sistema Monetario Europeo, que no pueden, ni mucho menos, considerarse definitivamente resueltas, y el difícil panorama económico que para nuestro país se presenta en el futuro inmediato, y del que es buena muestra el incremento de morosos y fallidos en la banca y en las cajas de ahorros, plantean una perspectiva distinta en la apreciación del riesgo en los momentos actuales.

Hasta hace muy poco tiempo se consideraba, generalmente, que el incremento de los riesgos en las actividades financieras era una consecuencia inevitable tanto de su internacionalización como del proceso de desregulación e innovación exigidos por la competencia en la captación de pasivo y en la ampliación de las cuotas de mercado.

En cierto sentido, podemos decir que los riesgos implícitos eran asumidos voluntariamente por las entidades financieras que trataban de ampliar su negocio. Quizá por eso las medidas preventivas que las autoridades monetarias diseñaron en el pasado cercano confiaban especialmente a la propia responsabilidad de las entidades el diseño y la articulación de sistemas operativos de prevención de riesgos.

Pero parece que estas circunstancias han cambiado, al menos, y esperemos que sea así, transitoriamente.

Las contingencias que pueden afectar a los resultados de la banca y de las cajas de ahorros no vienen ahora de la mano de una agresiva política de concesión de créditos o de la participación en

complejas operaciones de financiación internacional, sino pura y simplemente de la falta de confianza de los inversores externos en la economía española, que les lleva a desinvertir en deuda pública, o de las consecuencias que sobre las economías familiares, endeudadas en épocas de bonanza, provoca la recesión.

Estas ideas son las que han determinado la estructura de las Sesiones de este año.

Junto a los análisis estrictamente técnicos del riesgo en las entidades financieras y sus medios de control, era ineludible situarse en un contexto más amplio: el de los problemas económicos generales europeos y españoles.

No puedo por menos de subrayar que, para ello, hemos tenido la fortuna de contar con dos colaboradores de excepción: los profesores Barre y Fuentes Quintana, que unen a su formación universitaria y a su dedicación a la docencia la experiencia de su implicación en decisiones de política económica a los más altos niveles, experiencia que, en uno y otro caso, les puso en contacto con la dura realidad de sus países en condiciones que no podían considerarse óptimas, lo que todavía hace más valiosas sus opiniones.

¿Cuál ha sido nuestra finalidad última al realizar este diseño de trabajo? Gusta al profesor Fuentes Quintana recordar aquel pensamiento del maestro Ortega según el cual «lo que nos pasa a los espa-

ñoles es que no sabemos lo que nos pasa». Pues bien, lo que en esta ocasión hemos pretendido ha sido reunir a un selecto grupo de analistas para que nos dijeran qué nos pasa y dar ocasión a que sus opiniones fueran objeto de debate. Si esto ha servido para que todos nos hayamos enriquecido y regresemos a nuestro trabajo diario con ideas más claras sobre nuestra función y nuestros objetivos, podemos considerarnos satisfechos.

Para finalizar, quiero recordar las palabras que el profesor Barre pronunciaba, en 1985, en la Academia de Ciencias Morales y Políticas, refiriéndose a las amenazas que pesan sobre el mundo: «Lo peor no es siempre seguro. La vida de las sociedades está hecha de tensiones y de conflictos, y si es ilusorio ignorarlos, también es indispensable tratar de reducirlos o de apaciguarlos.»

Creo que estas ideas deberían servirnos de guía en el tratamiento de los riesgos de las entidades de crédito, pues, como añade nuestro invitado, todos los problemas acaban por resolverse, pero no es indiferente el modo en que se haga. Buscar soluciones constructivas ha sido nuestro objetivo en estas Sesiones de Trabajo.

Sólo me resta, en nombre de la Caja de Ahorros de Navarra, de la Fundación FIES y de la Fundación Internacional de las Ciencias Humanas de París, declarar clausuradas estas XI Sesiones de Trabajo de Tesorería, agradeciéndoles de nuevo su asistencia.

**LISTA DE ASISTENTES
A LAS XI SESIONES
DE TRABAJO DE TESORERIA**

Abadía Muñoz, Luis. Bilbao Vizcaya Kutxa
Abellá Mascarilla, José. Caja de Ahorros de Tarrasa.
Aguirre Garai, Mikel. Caja Rural Vasca
Alarcón Yuste, Salvador. Lloyds Bank.
Alcañiz Zapatero, Alejandro. ALBRIM.
Aldanondo Aramburu, Francisco. Caja de Ahorros de San Sebastián y Guipúzcoa.
Aldaz Díaz de Rada, José Manuel. Caja de Ahorros de Navarra.
Alli, Juan Cruz. Gobierno de Navarra.
Almazán Canencia, Alfonso. Corretajes e Información Monetaria.
Almodóvar García, Rufino. Banco Comercial Transatlántico.
Alvarez Ruza, Alberto. Eurodeal.
Alvarez Vaquerizo, José. Bancoval.
Amengual Soria, José. Banco Atlántico.
Antón, José Antonio. Fundación FIES.
Argüelles Montes, Luis. All Trading Securities, S. A.
Arrazola Idígoras, Gaizka. Caja Laboral Popular.
Arruda Penteado, Carlos Eduardo. Banco Real.
Arrufat Guerra, Enrique. Ibercaja.

Barre, Raymond. Universidad de París.
Benito Naveira, Jesús. Banco de España.
Berganza Larriaga, Koldo. Caja Laboral Popular.
Bernal Criado, Angel. Caja de Ahorros de Extremadura.
Berroeta, José Ignacio. Bilbao Vizcaya Kutxa.
Bodión Díaz, José Manuel. Caja de Ahorros de Extremadura.
Botella Alvarez, Jesús. Interdín.
Bueno, Soledad. Corretajes e Información Monetaria.
Busom Ferrer, Manuel. Banca March.

Cánovas García, Manuel. Caja Rural de Málaga.
Cardona, Michel. Banco de Francia.
Carrizosa Valverde, José Antonio. Caja Rural de Soria.
Carro Martín, César. Caja Rural de Soria.
Casas Vila, Fernando. Bankinter.
Castro Martos, Alfonso. Capital Markets.
Cavalle Miranda, Juan. Banco Pequeña y Mediana Empresa.
Cavanna, Henry. Fondation International Sciences Humaines.
Cerezo Toro, Santiago. Banco Central Hispano Americano.
Colinas, Juan Carlos. Banco Pastor.
Corbacho, José Antonio. Corretajes e Información Monetaria.
Cortina García, Antonio. Banco Español de Crédito.
Cuevas Martínez, Tomás. Banco Comercial Transatlántico.

De Diego, Angel. Banco de España.
De la Figuera Gómez, José María. Caja Rural del Duero.
De la Lama, Arturo. Banco Bilbao Vizcaya.
De la Torre González, Carlos. Banco di Napoli.
De la Torre Puente, Isaac. Caja España de Inversiones.
De Vega González, José Manuel. Caja de Ahorros de Avila.
Del Huerto Casado, José Luis. Banco Zaragozano.
Domingo Ayllón, Pedro Alfonso. Bankinter.
Domínguez Castro, Juan Ramón. Eurodeal.

Echarri, José Luis. Comunicación Open.
Egaña Gallastegui, Javier. Bilbao Vizcaya Kutxa.
Escribano Aparicio, Gregorio. Banco Inversión y Servicios Financieros.
Eseverri Oharriz, Elena. Caja de Ahorros de Navarra.
España, Antonio. Bancaja.
Esteban Tapia, Carlos. Multigestores, S. A.
Estebarán, Micaela. Banco Español de Crédito.
Estupiña García, Carlos. Sindicato de Banqueros.

Fanjul Santos, Francisco. Banco Herrero.
Fernández Gala, Juan Antonio. Caja de Ahorros de Madrid.
Fernández Maqueira, Rafael. Eurodeal.
Fernández Valiña, Clemente. Banco de España.
Ferro Iñigo, Angeles. Dai-Ichi Kangyo Bank.
Físico Cabañas, José Miguel. Analistas Financieros.
Frisom Bermejo, Daniel. Caja de Ahorros de Pensiones de Barcelona.
Fuentes Quintana, Enrique. Fundación FIES.

Galeano Parrón, Alfonso. Banco Madrid.
Gallego Chamorro, Mar. Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Garay, Rafael. Banco Español de Crédito.
Garcés, Rafael. Banco Español de Crédito.
García Cebrián, Raimundo. Caja de Ahorros Inmaculada.
García Chamorro, Carlos. Banco Exterior de los Andes.
García de Bernardo, Bernardo. Caja de Ahorros de Navarra.
García Escobar, Miguel. Caja de Ahorros de Madrid.
García Illanes, José. Banco Arabe Español.
García Moya, Yolanda. Corretajes e Información Monetaria.
García Nauffal, Rafael. Banco Sabadell Multibanca.
Gelabert Moya, Juan. Caja de Ahorros de Baleares.
Gil Pinillos, María Teresa. Caja Rural de Navarra.
Goicoechea Galarza, María del Carmen. Diputación Foral de Vizcaya.
Gómez García, Luis Javier. Tokai Bank Limited.
Gómez Sánchez, José Miguel. Corredor de Comercio.
Gómez Somoza, Ramón. Caja de Ahorros de Galicia.
González Aparicio, Luis Fernando. Banca Nazionale del Lavoro.
González Calaveras, Miguel Angel. Caja Rural del Duero.
González de Aguilar, Alvaro. Argentaria, Sociedad de Valores y Bolsa.
González Iglesias, Eduardo. Banco Paribas.
González Lorenzale, Esther. Banco de Crédito Agrícola.
Granero González, Fernando. All Trading Dinero.
Grume Sierra, Joan Mateu. Banco Sabadell.
Gutiérrez de Rozas, Juan. Banco Español de Crédito.
Gutiérrez Ojanguren, Fernando. Banco Bilbao Vizcaya.
Gutiérrez Terrazas, Joaquín. Banco Central Hispano Americano.
Gutiérrez, Fernando. Banco de España.

Henares Almansa, Angustias. Caja Rural de Granada.
Henard, Jean Michel. Compagnie Bancaire.
Hernández Beneito, José Manuel. Banco de Santander.
Hernando Botto, Marco. Interdín.
Hipola Roca, José María. Banco Mapfre.
Hontoria Gaya, Marisa. Abogada.
Hosokawa, Junko. Industrial Bank of Japan.
Hurtado Alzaga, Javier. Banco Guipuzcoano.

Iceta Berecibar, José María. Banco Indosuez.
Iranzo, Juan. Fundación FIES.
Irigoyen Zuazola, Fernando. Banco Vitoria.

Jiménez Blázquez, Margarita. Algemene Bank.
Jiménez Martín-Portugués, Manuel. Banco de Crédito Agrícola.

Laborda Casillas, Francisco José. Banco Español de Crédito.
Larrad Cuadrillero, Pilar. Caja Postal de Ahorros.
Lázaro Salamanca, Carlos. Banco Popular.
Lema López, Ramón. All Trading Dinero.
Llano Cifuentes, Ignacio. Ficambio Mercado Interior.
Lluva López, Enrique. Gesmosa.
López Caballero, Luisa. Interdín.
López Gallego, José. Caja de Ahorros de Burgos.
López Montoya, Isabel. Banco de España.
López Rubio, Pilar. Caja Rural de Granada.
Lucía Aguirre, José María. Banco Popular.

Magencio Mate, Charo. Banco Madrid.
Martín Baena, José. Caja de Ahorros General de Granada.
Martín Barragán, Adolfo. Banco de Crédito Local.
Martín Macías, Eduardo. Inverseguros.
Martín Ramos, Carlos. Caja Ahorros Santander y Cantabria.
Martín, Miguel. Banco de España.
Martínez Aguinaga, Francisco. Caja Ahorros Pamplona.
Martínez de la Torre, Antonio. Caja Rural Valencia.
Martínez de Marigorta, Carmen. Caja Laboral Popular.
Martínez Ruia, Sonia. Banco Santander.
Martínez Sánchez, Guillermo. Corretajes e Información Monetaria.
Martínez Torrecilla, Jesús. Caja Ahorros de la Rioja.
Masanes Torra, José. Caja Ahorros Manresa.
Matavacas Batlle, Luis. Caja Rural Málaga.
Mateo, Javier. Andersen Consulting.
Mauleón, Ignacio. UNED.
Menéndez Joglar, Alvaro. Banco Herrero.
Menéndez Miranda, Alejandro. Sumitomo Bank.
Mestre Morillas, Javier. Capital Markets.
Miralles, Antonio. Banco Santander de Negocios.
Montero, Angel. Caja Ahorros Madrid.
Mora, Jordi. Banc Internacional Banca Mora.
Morei Escalanillas, Marta. Banco Bilbao Vizcaya.
Moreno Agulló, Pedro. Commerz Bank.
Moro Santiago, Carlos. Beta Capital.
Moya, Carlos. Banco Español de Crédito.
Muñoz Ramírez, Manuel. Fuji Bank Limited.

Navas, Ignacio. Banco Inversión.
Nieto, Jorge. Universidad Pública de Navarra.
Novoa, Mariano. Banco Santander de Negocios.

Oña Navarro, Francisco. Banco Santander.
Olmedilla Fontcubierta, Diego. Banco Natwest.
Olmedo Alvarez, Mercedes. Chase Manhattan Bank.
Ortega Zurdo, Julio. Corretajes e Información Monetaria.
Ortega, Raimundo, BBV Interactivos.
Ortiz-Tallo Alarcón, Mónica. BBV Interactivos.

Palacios Raufast, Juan. Banco Bilbao Vizcaya.
Palancar Gascañana, Antonio. Confederación Española Cajas Ahorro.
Páramo Marijuán, Inocencio. Caja Rural Burgos.
Pascual Sáez, Francisco. Banco Crédito Italiano.
Patlle Gausset, Lluís. Interdín.
Pérez Martín, Andrés. Caja Ahorros Avila.
Pérez Martínez, Miguel. Money Market.
Pérez Somalo, Miguel. Banco Comercial Transatlántico.
Pérez, Francisco. Instituto Valenciano Investigaciones Económicas.
Pérez, José. Banco de España.
Pitarch, Juan. Bancaja.
Pomes, Javier. Gobierno de Navarra.
Pons Aglio, Isabel. Caja Postal de Ahorros.
Prados del Amo, Enrique. Gesmosa-GBI.

Queipo de Llano, Gustavo. ASNEF.
Quesada, Javier. Instituto Valenciano Investigaciones Económicas.

Rampún, Manuel. Universidad Pública de Navarra.
Retamar, Francisco. Crédit Commercial de France.
Revilla Martín, Juan Manuel. Caja España de Inversiones.
Revuelta, José Antonio. Andersen Consulting.
Rico Cherino, Luis Miguel. Banco de España.
Roca, José. Caja Ahorros Penedés.
Rodríguez Fernández, Miguel Angel. Gesmosa.
Rodríguez Pérez-Serván, José. Banco Español de Crédito.
Rodríguez Saiz, Luis. Universidad Complutense.
Rodríguez Sánchez, Pilar. Banco Español de Crédito.
Romera Revuelto, Julián. Banco Hipotecario.
Roquero López, Cristina. Unicaja.
Rubio Alvarez, Jesús. Caja Ahorros Inmaculada.
Ruiz Carrillo, Diego. Caja Ahorros Sabadell.

Saiz Cebrecos, Eugenio. Royal Bank of Canada.
Saldaña Ruiz de Velasco, Tomás. Capital Markets.
Salvatierra Pérez, Inés. Westdeutsche Landesbank Europa.
Sánchez Aristi, Angel. Banco Exterior de España.
Sánchez Sánchez, Manuel. Sindicato de Banqueros.
Sánchez Serrano, Javier. Crédit Lyonnais.
Santos Moreno, Lorenzo. Banco Zaragozano.
Sanz Aguado, Paloma. Banco Central Hispano Americano.
Sanz Ferrer, Ricardo. Banco Español de Crédito.
Selden, Richard. Universidad de Virginia.
Sendín Hernández, Francisco. Caja Ahorros Salamanca y Soria.
Serrano Martínez, Raquel. Confederación Española Cajas Ahorro.
Sicart Ortí, Ferrán. Caja de Ahorros Cataluña.
Soto Martínez, Guillermina. Corretajes e Información Monetaria.
Soto, Jean Pierre. Banco Indosuez.

Tazueco Peña, Ernesto. Ibercaja.
Titos, Enrique. Confederación Española Cajas Ahorro.
Torres Robert, Eudal. Caja Ahorros Tarragona.
Trejo Pérez, Araceli. Caja Ahorros Insular Canarias.
Trilleros Barbero, Carlos. Caja Ahorros Círculo Católico Burgos.

Ugarte Alberdi, Alberto. Caja Rural Navarra.
Ureña Sanz, José Gonzalo. Caja Ahorros Onteniente.
Urriza Chocarro, Antonio. Caja Ahorros Navarra.
Utrera Infantes, Luis Fernando. Banco Español de Crédito.

Vallejo Muñoz, Enrique. Gesmosa.
Velamazán Regaño, Jesús. Confederación Española Cajas Ahorro.
Vivero Mediavilla, Javier. Eurodeal.

Weiss, Peter. Algemene Bank.

Zabala Mouriz, Gabriel. Banco Vitoria.
Zafra, Pedro. Banco Santander.
Zapata Simón, Francisco. Corretajes e Información Monetaria.

COLABORADORES

ALLI ARANGUREN, Juan Cruz. Nació en Pamplona en 1942. Licenciado y Doctor en Derecho por la Universidad de Navarra. Técnico Urbanista. Letrado del Ayuntamiento de Pamplona (1968-1975). Asesor de Juan Manuel Arza Muñuzuri, Diputado foral y Presidente de la Diputación Foral de Navarra (1979-1983). Parlamentario foral y portavoz del grupo parlamentario de UPN tras las elecciones de 1983 y 1987. Candidato a la alcaldía y Concejal de Pamplona en 1983-1987. Ha sido abogado en ejercicio y profesor en las facultades de Derecho de la Universidad de Valladolid y de la Universidad Pública de Navarra. En 1987 fue candidato a la Presidencia del Gobierno de Navarra por UPN. Desde septiembre de 1991 es Presidente del Gobierno de Navarra y, en virtud de su cargo, Presidente de la Caja de Ahorros de Navarra.

BARRE, Raymond. Nació en 1924. Es Diplomado del Instituto de Estudios Politécnicos de París y Catedrático de Universidad. Ha sido profesor de la Facultad de Derecho y Ciencias Económicas de Caen (1950); Director del Servicio de Investigación sobre la Actividad Económica en la Fundación Nacional de Ciencias Políticas (1958); profesor en el Instituto de Estudios Políticos de París (1961); Director del Gabinete del Ministro de Industria (enero 1959-abril 1962); Catedrático de Economía Política en la Facultad de Derecho y Ciencias Económicas de París (1963); miembro del Consejo del Centro de Estudios sobre la renta y los precios, del Comisariado General del Plan (1966); Vicepresidente de la Comisión de las Comunidades Europeas, responsable de Asuntos Económicos y Financieros (1967-1972); miembro del Consejo General de la Banca de Francia (1973); Presidente de la Comisión de Estudios para la Reforma de la Financiación de la Vivienda (1975); Ministro de Comercio Exterior (enero-agosto 1976); Primer Ministro y Ministro de Economía y Finanzas (agosto 1976-abril 1978); Primer Ministro (abril 1978-mayo 1981); Diputado en varias legislaturas. Actualmente es Catedrático del Instituto de Estudios Políticos (desde 1982). Es doctor *honoris causa* por las universidades de Ottawa, Mayende, Madras, Barcelona, Estambul y Claremont.

CALVO GONZALEZ, José Luis. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense (Madrid, 1981), Master de Economía por la Universidad de Nueva York (1983) y Doctor en Economía por la UNED. En la actualidad es profesor titular de Análisis Económico en la UNED. Ha trabajado como asesor económico en Presidencia del Gobierno y es investigador regular de la Fundación Empresa Pública. Ha realizado numerosos trabajos en los campos de Economía Industrial y Macroeconomía, que han sido publicados en libros y revistas especializadas.

CAMAÑO, Alfonso. Nacido en Madrid en 1954. Licenciado en Matemáticas por la Universidad Autónoma de Madrid. Diplomado de la AIBD de Zurich (Association of International Bond Dealers), y por la Universidad de Oxford en Matemática Aplicada a las Finanzas. Actualmente es Director Adjunto de la Sucursal de BBV en Londres y anteriormente ha ocupado diversos otros puestos en BBV, casi siempre conectados con los mercados monetarios y de capitales internacionales. Autor de diversos trabajos y artículos sobre riesgo de cambio y riesgo de interés en instituciones financieras.

CARDONA, Michel. Secretaria General, Servicio de Estudios del Banco de Francia.

CORDOBA BUENO, Miguel. Nació en Madrid. Cursó estudios de Ciencias Empresariales en el CUNEF, licenciándose con Pre-

mio Extraordinario; Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid. Profesor de la Universidad Complutense (Facultad de Económicas y Empresariales) y de la Universidad San Pablo-CEU. Ha desarrollado su vida profesional durante veinte años en el Grupo BBV, y actualmente es Director de Renta Fija y Operaciones Corporativas de BBV Interactivos, SVB, S. A.

DOMENECH VILARIÑO, Rafael. Licenciado y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, en la que es profesor del Departamento de Análisis Económico. MSc in Economics por la London School of Economics.

FUENTES QUINTANA, Enrique. Doctor en Derecho y en Ciencias Políticas y Económicas por la Universidad Complutense. Ha sido Catedrático por oposición de Economía Política y Hacienda Pública en la Universidad de Valladolid, y de Hacienda Pública en la Universidad Complutense y en la UNED. Profesor Emérito de esta última Universidad. Académico de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Premio «Príncipe de Asturias» de Ciencias Sociales. Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía. En la actualidad, es Director General de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social (FIES), de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, y Presidente de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

GARCIA DE BERNARDO, Bernardo. Profesor Mercantil, Licenciado en Derecho, Censor Jurado de Cuentas supernumerario. Diplomado en Ciencias Económicas. Director Administrativo y Financiero en la empresa privada. Tesorero de la Caja de Ahorros de Navarra desde 1980 hasta 1991, año en que pasa a desempeñar el puesto de Jefe de Desarrollo del Comité de Activos y Pasivos.

GIL GARCIA, Gonzalo. Nació en Santander en el año 1944. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Ingresó en el Banco de España como Economista titulado en 1968. En 1982 pasó a desempeñar su actividad en el Area Internacional de dicha Institución. En la actualidad es Director General del Banco de España.

GUTIERREZ JUNQUERA, Fernando. Nació en Madrid en 1957. Tras pasar por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, en 1983 ingresó como economista titulado en el Servicio de Estudios del Banco de España, donde es, en la actualidad, Jefe de la Oficina de Estudios Monetarios y Financieros.

HERNANDEZ BENEYTO, José Manuel. Subdirector General del Banco Santander, donde inició su carrera profesional en 1970, desempeñando su labor esencialmente en las áreas de Tesorería y Financiera, tanto en España como en sucursales del Banco en el extranjero.

LAMA LOPEZ-AREAL, Arturo de la. Licenciado en Ciencias Económicas por la Facultad de Económicas de Bilbao. Ha sido profesor encargado de curso de Teoría Económica y de Sistema Financiero de la Facultad de Ciencias Económicas de Bilbao. En el Banco Bilbao fue, primero, Director de Estudios Financieros, y más tarde, Director de Mercado Monetario y Financiero, desempeñando la Dirección de Tesorería, la Dirección de Programación y Gestión Financiera y el desarrollo del Comité de Activos y Pasivos. Actualmente es Director de Desarrollo del Comité de Activos y Pasivos en el Banco Bilbao Vizcaya.

MARTIN FERNANDEZ, Miguel. Nació en Jerez de la Frontera (Cádiz) en 1943. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Miembro, por oposición, del Cuerpo de Intervención y Contabilidad de la Administración Civil del Estado (hoy Cuerpo Superior de Inspectores de Finanzas del Estado) desde 1968. Fue representante del Ministerio

de Hacienda en el FORPPA (1969-76); Director Ejecutivo Alternativo del Banco Mundial en representación de España, Italia y Portugal (1977-78); Director General del Tesoro, Ministerio de Hacienda (1978-79); Subsecretario de Presupuesto y Gasto Público (1979-81); Presidente del Instituto de Crédito Oficial (1982); Jefe de la Oficina Central de Balances del Banco de España (1983-1984); Subsecretario de Economía y Hacienda (1984-86); Director General del Banco de España (1986-1992). Desde 1992 es Subgobernador del Banco de España.

MAULEON, Ignacio. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Bilbao (Sarriko, 1977), Licenciado en Sociología por la Universidad de Deusto (1975), Master en Economía Matemática y Econometría (London School of Economics, 1979), Doctor en Econometría (London School of Economics, 1982) y Doctor en Economía (UNED, Madrid, 1988). Desde 1982 es titulado del Servicio de Estudios del Banco de España (excedente desde 1988), y en la actualidad es profesor titular de Fundamentos de Análisis Económico (desde 1988) y Director del mismo Departamento en la UNED (desde 1990). Es también Presidente de la Ponencia de Estadísticas Económicas del Consejo Superior de Estadística y vocal de la Ponencia del Plan Estadístico Nacional. Ha realizado investigaciones financieras por la Fundación Empresa Pública, el Instituto de Estudios Fiscales, la Fundación FIES, la CICYT y el proyecto europeo SPES. Imparte y ha impartido regularmente cursos de postgrado en el CEMFI, la Escuela de Economía del Colegio de Economistas, la Universidad Carlos III, la Universidad Complutense, las universidades de Vigo, Oviedo y la UNED. Pertenece al Consejo Editorial de las revistas *Investigaciones Económicas* (desde 1985) y *Ekonomiaz*. Ha publicado numerosos trabajos en revistas nacionales e internacionales sobre temas de Economía Monetaria, Economía Financiera, Economía internacional y Econometría.

MONTERO PEREZ, Angel. Nació en Madrid en 1943. Profesor Mercantil. Licenciado en Derecho. Censor Jurado de Cuentas (Supernumerario); Profesor de Análisis de Estados Financieros en la Escuela Universitaria de Estudios Empresariales. Socio Fundador y Vicepresidente de la Asociación Española de Planificación (AESPLAN). Su trayectoria profesional se desarrolla en la Caja de Ahorros de Madrid, donde ingresa en el año 1960. Ha ocupado distintos puestos de responsabilidad como Jefe de Contabilidad, Jefe de Información y Control (dentro de las áreas de Intervención General, Fiscal y Organización y Proceso de Datos), Subdirector General y actualmente ostenta el cargo de Director General Adjunto y Secretario General del Consejo de Administración de dicha Entidad. Conocedor en profundidad del mundo de las Cajas de Ahorros y del Sistema Financiero Español, es autor de numerosos textos, artículos, conferencias y publicaciones.

ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo. Estudió Derecho y Ciencias Económicas en la Universidad de Madrid. Después de estudiar Estadística y técnicas de previsión financiera en París, ingresó en el Banco de España, como economista titulado del Servicio de Estudios, en 1967. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachusetts, especializándose en Econometría y Teoría Monetaria. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y, desde diciembre de 1982 a octubre de 1985 desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera, volviendo al Banco de España como Director General. Desde julio de 1989 es Presidente del BBV-Interactivos, la sociedad de Valores y Bolsa del grupo Bilbao Vizcaya. Ha sido nombrado, en junio de 1991, Presidente de la Sociedad Promotora del Servicio de Compensación y Liquidación.

PEREZ FERNANDEZ, José. Director General del Banco de España. Ha sido profesor de Teoría Económica en la Universidad Complutense; Subjefe de Estudios Monetarios y Financieros, Jefe de Estudios Económicos y Coyuntura. Jefe de Operaciones y Subdirector General en el Banco de España. Director General responsable del Servicio de Estudios, y, actualmente, se halla a cargo de los Servicios de Inspección de entidades de Crédito de esta entidad.

PEREZ GARCIA, Francisco. Nació en Valencia en 1950. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia (1973), con premio nacional fin de carrera. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia (1977). Investigador visitante en la Universidad Católica de Milán (1978-1979). Profesor visitante en la Universidad de Roma (1986). Profesor adjunto de Universidad (1980). Catedrático de Fundamentos del Análisis Económico por la Universidad de Valencia (1986). Director General de Economía de la Generalidad Valenciana (1983-1985). Vicepresidente de la Caja de Ahorros de Valencia (1987-1989). Miembro del Consejo de Política Científica en la Generalidad Valenciana. Miembro del Consejo Asesor de Investigación en la Universidad de Castellón. Director del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas. Miembro del Consejo Rector del IVAM. Miembro del Jurado del Premio de Investigación Jaime I de Economía (1991-1992). Es autor de tres libros y de más de treinta artículos en revistas especializadas, nacionales y extranjeras.

POMES RUIZ, José Javier. Nació en Pamplona en 1952. Licenciado en Derecho por la Universidad de Navarra (Pamplona 1969-1974). Master en Economía y Dirección de Empresas por el Instituto de Estudios Superiores de la Empresa IESE (Barcelona 1974-1976). Ha dirigido la Compañía Navarra de Autobuses, la Federación de Pequeña y Mediana Empresa de Navarra, la Sociedad Navarra de Garantía Recíproca y la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca. Ha ejercido como abogado y consejero de distintas sociedades. En la actualidad es Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra.

QUESADA IBÁÑEZ, Javier. Nació en Valencia en 1950. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia (1972). Doctor en Economía (Ph.D.) por la University of Cincinnati (Ohio), Estados Unidos (1980). Profesor titular de Fundamentos del Análisis Económico por la Universidad de Valencia (1982). Visiting Scholar de la Harvard University (1985-1986). Director del Departamento de Análisis Económico de la Universidad de Valencia (1987). Director del Área de Economía Financiera del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE). Ha pronunciado conferencias en universidades españolas y extranjeras, siendo autor de dos libros y de un amplio número de artículos en revistas especializadas, nacionales y extranjeras.

RODRIGUEZ TAMAYO, Pedro. Cuarenta y un años. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Bilbao. Vinculado durante veinte años al antiguo Banco de Vizcaya. Ingresó en la Sucursal de Sevilla, desarrollando diversos cometidos en la Administración Central del Banco, a través de los Departamentos de Control de Gestión, Estudios Económicos y Tesorería. Fue *Chief Dealer* del Banco de Vizcaya en Londres. En 1983 fue nombrado Director del Departamento de Tesorería Internacional del Banco de Vizcaya en Madrid. En la actualidad ocupa el cargo de Director General Adjunto del BBV dentro del mismo Departamento. Ha sido Presidente del Forex Club Español: Asociación de Cambistas Españoles.

SELDEN, Richard. Universidad de Virginia.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO. Alicante
CAJA DE AHORROS DE AVILA. Avila
MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ. Badajoz
CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA. Barcelona
CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA. Barcelona
BILBAO BIZKAIA KUTXA. Bilbao
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CIRCULO CATOLICO DE OBREROS DE BURGOS. Burgos
CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS. Burgos
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA. Cáceres
CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE CARLET. Carlet (Valencia)
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba
CAJA DE AHORROS DE GALICIA. La Coruña
CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA. Cuenca
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA. Girona
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA. Granada
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUADALAJARA. Guadalajara
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN. Jaén
CAJA DE AHORROS DE JEREZ. Jerez de la Frontera (Cádiz)
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES. CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD. León
CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA. Logroño
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID. Madrid
MONTES DE PIEDAD Y CAJAS DE AHORROS DE RONDA, CADIZ, ALMERIA, MALAGA Y ANTEQUERA (UNICAJA). Málaga
CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU. Manlleu (Barcelona)
CAJA DE AHORROS DE MANRESA. Manresa (Barcelona)
CAJA DE AHORROS LAYETANA. Mataró (Barcelona)
CAJA DE AHORROS DE MURCIA. Murcia
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTINYENT. Ontinyent (Valencia)
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE. Orense
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS. Oviedo
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES. Palma de Mallorca
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS. Las Palmas de Gran Canaria
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA. Pamplona
CAJA DE AHORROS DE NAVARRA. Pamplona
CAJA DE AHORROS DE POLLENSA. Pollensa (Baleares)
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA. Pontevedra
CAJA DE AHORROS DE SABADELL. Sabadell (Barcelona)
CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO. Sagunto (Valencia)
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA Y SORIA. Salamanca
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GIPUZKOA Y SAN SEBASTIAN. San Sebastián
CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS. Santa Cruz de Tenerife
CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA. Santander
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA. Segovia
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA. Sevilla
CAJA SAN FERNANDO. Sevilla
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA. Tarragona
CAJA DE AHORROS DE TERRASSA. Terrassa (Barcelona)
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE (BANCAJA). Valencia
CAIXA VIGO. Vigo (Pontevedra)
CAIXA D'ESTALVIS DEL PENEDES. Vilafranca del Penedés (Barcelona)
CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA (CAJAVITAL). Vitoria
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA). Zaragoza
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGON. Zaragoza

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

- Núm. 44: Transformación Financiera en España
- Núm. 45: La España desigual de las Autonomías
- Núm. 46: Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
- Núm. 47: Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro
- Núm. 48: Sector público y mercado único
- Núm. 49: Los mercados financieros españoles
- Núm. 50: Sectores productivos españoles.
Crónica fin de siglo
- Núm. 51: Balance económico de las autonomías
- Núm. 52/53: La batalla de Maastricht
y los problemas de la economía española
- Núm. 54: Sistema financiero 1993
- Núm. 55: Comunidades autónomas.
Situación económica actual.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 350 44 00

AÑO 1993

- Papeles de Economía Española* (suscripción) 6.800 Ptas.
- Números sueltos 2.000 Ptas.
- Perspectivas del Sistema Financiero* (suscripción) 6.900 Ptas.
- Cuadernos de Información Económica*, un año 12.000 Ptas.
- Números sueltos 1.600 Ptas.
- Documentos de Trabajo* (números sueltos) 1.000 Ptas.
- Microfichas de 1.200 Ptas.

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío
 - Giro postal núm.
 - Domicialización bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)
 - Cheque bancario
- Nombre o razón social
- Actividad o Departamento
- Domicilio Teléfono
- Ciudad C. P. Provincia o país
- Fecha

Firma o sello,

