

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

INNOVACION FINANCIERA



SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO



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 los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Con tal finalidad, los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA 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 Ahorro.

- 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 nuestros SUPLEMENTOS logren el propósito que con ellos pretendemos.

* * *

P.V.P.: 1.855 ptas. IVA incluido.

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorro.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.

Teléfonos: 250 44 00/02

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Suplementos sobre el Sistema Financiero

21

1988

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

JOSE JUAN PINTO RUIZ (<i>Presidente</i>)	FRANCISCO COSTABELLA PAPIOL
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA (<i>Presidente de Honor de la CECA</i>)	JULIO FERNANDEZ GAYOSO
MARIANO NAVARRO RUBIO (<i>Presidente de Honor de la Fundación FIES</i>)	FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
MIGUEL ALLUE ESCUDERO	JOSE EMILIO NIETO DIEGO
JOSE ANTONIO BONTIGUI ZUBIAURRE	MANUEL OCEN GONZALEZ
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	MATEO RUIZ ORIOI
LUIS CORONEL DE PALMA	CARLOS SISTIAGA COARASA
	MIGUEL DE UNAMUNO PEREZ
	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
	AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA (<i>Director</i>)	JOSE EMILIO NIETO DIEGO
XABIER ALKORTA ANDONEGI	EUGENIO PELLICER PEREZ
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	VICTOR PEREZ DIAZ
JOSE CARPIO MARTIN	JUAN RAVINA MENDEZ
ALFONSO CASTILLA ROJAS	JAIME REQUEIJO GONZALEZ
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	MATEO RUIZ ORIOI
CARLOS EGEA KRAUEL	JOAN TORRES PICAMAL
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JOSE GARCIA LOPEZ	VICTORIO VALLE SANCHEZ
FERNANDO GONZALEZ OLIVARES (<i>Redactor-Jefe</i>)	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT
JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ	MERCEDES VILLACIAN PEÑALOSA
	ALVARO VILLAGRAN Y DE VILLOTA

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicens

Portada y diagramación

Línea Punto 3

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. 402.—1980
ISSN: 02 12-5994

INNOVACION FINANCIERA

SUMARIO

INTRODUCCION. V

I. INNOVACION Y SISTEMAS FINANCIEROS: ASPECTOS GENERALES Y ALGUNAS EXPERIENCIAS

- Revolución financiera y política monetaria: una visión de conjunto, *Jean-Claude Chouraqui*. 3
Innovación financiera y banca internacional, *Richard Harrington*. 10
Innovación financiera y crecimiento económico, *Rosa M.º Gelpi*. 21
Análisis básico de la innovación financiera, *David T. Llewellyn*. 24
Los mercados de valores y la banca: algunas cuestiones en materia de regulación, *T. R. G. Bingham*. 39
Características del nuevo sistema financiero de Estados Unidos, *Thomas D. Simpson*. 52.
La reforma del sistema financiero francés, *Didier Bruneel*. 72
Hacia un sistema financiero europeo, *Paolo Clarotti*. 91

II. INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA

- La innovación financiera en España, *Fernando Gutiérrez Junquera*. 103
La banca española y la innovación, *Carlos Gorría Cortázar*. 119
Las Cajas de Ahorros ante la innovación financiera, *Juan R. Quintás*. 126
Proceso de aceptación de innovaciones: un análisis empírico para las empresas bancarias,
Yolanda Polo Redondo. 136
Distribución de servicios financieros en España: implicaciones competitivas, *Eduardo Ballarín*. 145
La innovación financiera y la supervisión, *Miguel Martín Fernández*. 157

APENDICE

- Nuevos instrumentos de financiación internacional, *Angel Berges Lobera, Emilio Ontiveros Baeza,*
Francisco José Valero López. 161

COLOQUIO

- Síntesis de las ideas aportadas. 169
-

INTRODUCCION

EL CONTENIDO DE «SUPLEMENTOS» 21

Este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* ofrece a sus lectores un conjunto de estudios con un objetivo común: analizar desde distintas perspectivas el fenómeno de la innovación que ha revolucionado el mundo financiero de nuestro tiempo. Su contenido se divide en dos partes bien diferenciadas:

La primera agrupa aquellos trabajos que estudian los aspectos generales de la innovación financiera y la experiencia de dos países —Estados Unidos y Francia— tratando de comprobar la huella dejada en ellos por los procesos de innovación financiera. Esa primera parte se cierra con un repaso de las orientaciones a las que obedece el sistema financiero que se va configurando en las directivas de la CEE de las que han de partir las modificaciones e innovaciones de los sistemas financieros de los países que integran el Mercado Común.

La segunda parte recoge un conjunto *variado* de análisis referidos al proceso de innovación financiera en España. El subrayado no es caprichoso: pretende acentuar que los trabajos que se encontrará el lector se refieren a aspectos muy diferentes de la innovación financiera. Esa oferta variada la integran cinco productos: una presentación general del proceso de innovación financiera en España, en la que se trata de definir la especial tipología a la que ha respondido en nuestro país; una valoración del proceso de innovación financiera vivido por la banca y cajas de ahorros; un análisis empírico sobre el proceso de aceptación y difusión de las innovaciones financieras en España; un estudio de la distribución de servicios financieros y sus consecuencias sobre la competitividad de nuestras instituciones, y, finalmente, una estimación general de las consecuencias de la innovación sobre las

funciones de supervisión de las entidades financieras.

Como apéndice final del presente número de *Suplementos*, el lector encontrará un inventario —que creemos útil— sobre los nuevos instrumentos de financiación internacional.

Quizá la principal obligación de un editor ante el contenido de este número de *Suplementos* que se ha descrito resida en destacar a los lectores la pretensión y los principales argumentos a que responden las colaboraciones que se les ofrecen, para interesar su atención y guiar su personal repaso de las ideas que se contienen en las páginas siguientes. Es a este propósito orientador al que responde el contenido de esta introducción editorial.

Sin embargo, el hecho de que *Suplementos sobre el Sistema Financiero* dedique por entero su presente número al análisis de la innovación obliga a justificar previamente los motivos que avalan esta dedicación monográfica.

¿POR QUE ANALIZAR LA INNOVACION FINANCIERA?

Para quien haya seguido —por curiosidad u obligación— la marcha de los sistemas financieros, la pregunta anterior tiene una respuesta evidente. A ella se refieren las palabras introductorias de casi todos los trabajos que contiene este número de *Suplementos*. La innovación se ha vivido y se vive con una intensidad trepidante por todos los sistemas financieros del mundo occidental, en forma tal, que hoy es imposible entender su presente, su lógica y su futuro sin una referencia permanente a los cambios que la innovación financiera ha introducido en el papel de las instituciones y mercados financieros y en los instrumentos de que esos mercados e

instituciones se valen para el desempeño de sus funciones. Pocas etapas históricas —si alguna— pueden rivalizar con la presente en la intensidad con la que se han presentado las innovaciones financieras. Ese hecho —que nadie discute— sería suficiente para avalar la dedicación monográfica de este número de *Suplementos*.

Pero es el caso que ese dominio que la innovación mantiene sobre los sistemas financieros ha ocasionado —como no podía por menos de ocurrir— una literatura de desbordantes proporciones dedicada al estudio de la innovación financiera. Esa literatura creciente, como suele suceder con todo tema actual y dominante, no disfruta de la ventaja de la claridad y la sistematización. La confusión comienza por la imprecisión que domina a la hora de definir el propio concepto de innovación financiera y se extiende a la hora de concretar sus consecuencias, que todas las opiniones valoran de extensas e importantes y que se registran en escenarios distintos pero todos ellos sobresalientes. En efecto, el proceso de innovación financiera ha conmocionado la política monetaria, ha obligado a definir nuevas formas y procedimientos del proceso de supervisión bancaria, ha alterado el papel y las funciones de las entidades financieras y variado los instrumentos que éstas utilizan. Los efectos de la innovación no se limitan a la economía interna, pues una de sus más destacadas consecuencias es la de acentuar —en límites antes desconocidos— la internacionalización del mundo financiero. La innovación financiera, en fin, afecta, como se afirma con reiteración pero pocas veces se prueba con la precisión deseable, a los procesos *reales* de ahorro, inversión y producción de las distintas sociedades.

La importancia de la innovación financiera y sus efectos, la proliferación de sus análisis en la literatura económica general y su muy limitada consideración en España constituían poderosos motivos para dedicar al tema el esfuerzo de una reflexión colectiva de teóricos y prácticos que valorase sus perspectivas generales y españolas. Tal fue el propósito que animó al Seminario, al que la Fundación FIES invitó a representantes de distintas instituciones financieras y a destacados especialistas nacionales y extranjeros, Seminario organizado en colaboración con la «Fundación de Ciencias Humanas» de París en el último trimestre de 1987. Las pretensiones de ese Seminario eran ambiciosas: se trataba de acotar el concepto de innovación financiera, analizar su contenido, referir el marco en el que deberían considerarse sus funciones y sus efectos y valorar la experiencia ajena y la propia con

las innovaciones hasta ahora incorporadas a los sistemas financieros.

Obviamente, todo ello intentaba realizarse sin un afán imposible de agotar el tema y con una voluntad expresa de volver sobre él, porque, si algo hay seguro, es que la innovación financiera continuará ejerciendo su influencia y cambiando funciones y papeles de agentes y mercados en el futuro y alterando los comportamientos de la economía real. Por otra parte, la literatura económica deberá mejorar el marco conceptual hoy disponible para el análisis de sus efectos. Todo ello configura a la innovación financiera como una cuestión importante y abierta que figurará entre los capítulos decisivos de la historia de los sistemas financieros y en la literatura económica dedicada a su análisis en el presente y futuro próximos.

Con ese carácter, pues, de un primer repaso de los problemas que plantea la innovación financiera, se configuró el Seminario organizado por la Fundación FIES. El éxito extraordinario de asistencia obtenido por su convocatoria, el interés con el que se siguieron y discutieron sus ponencias, justificaba su edición posterior. Las ponencias y comunicaciones presentadas al Seminario de innovación financiera, debidamente actualizadas, y las discusiones suscitadas por su contenido, completadas con otras colaboraciones para ofrecer una visión más acabada del tema, constituyen los trabajos que dan su contenido a este número de *Suplementos*. Un contenido que hemos descrito al comienzo de esta introducción editorial. A destacar algunas de las principales ideas que animan el contenido de este número de *Suplementos*, con el propósito de orientar y animar su lectura, se dirigen —según lo antes prometido— las páginas siguientes.

TRES APROXIMACIONES GENERALES AL ESTUDIO DE LA INNOVACION FINANCIERA

Las tres primeras colaboraciones que incluye este número de *Suplementos* presentan una aproximación general a los problemas de la innovación financiera. Partiendo de preocupaciones diferentes, los trabajos de Jean-Claude Chouraqui, Richard Harrington y David T. Llewellyn acotan un conjunto de temas básicos y comunes a toda la literatura reciente sobre la innovación financiera. Esos temas son cinco: los rasgos que definen a la innovación, las causas que la motivan, las formas en las que se presen-

ta, sus ventajas (beneficios) e inconvenientes (costes) y los efectos que produce. Esos cinco temas se contienen en la mayor parte de los artículos generales sobre innovación financiera y, desde luego, en los tres que abren el contenido de este número de *Suplementos*.

Resulta útil contemplar —con la ayuda de nuestros colaboradores— los principales aspectos que ofrecen esos cinco temas básicos de la innovación financiera.

Todo intento de definir la innovación financiera debe combinar los tres elementos que la misma asocia: 1) La existencia de *nuevos productos* en los que la innovación financiera se manifiesta y la organización de *nuevos procesos productivos* que la innovación financiera permite. 2) Las mayores *oportunidades de beneficio* que la innovación facilita a quienes la adoptan, bien por reducir los costes de intermediación financiera, bien por mejorar la adaptación de los activos financieros disponibles a los deseos del mercado (inversores, emisores), logrando así una mayor eficiencia en el sentido operativo y/o una mayor amplitud de los mercados financieros. 3) La innovación financiera contribuye —por los dos motivos anteriores— a una mejor asignación de recursos.

El campo que definen las tres características anteriores destaca por *su amplitud*, pues en él caen el variadísimo conjunto de productos financieros que utilizan las distintas instituciones que hoy operan en los diferentes sistemas financieros y los cambios registrados por éstos en los procesos productivos (que han contado como factor decisivo con las nuevas tecnologías disponibles). Finalmente, dentro de ese concepto de innovación financiera caen también los cambios registrados en el entorno financiero, entre los que con acierto el Banco Internacional de Pagos destaca los tres siguientes: 1) La internacionalización o globalización de los mercados financieros. 2) La titularización (*securitization*) creciente de las operaciones de financiación. Un proceso a través del cual el crédito tradicional (negociado caso por caso y formalizado en contrato o póliza) se sustituye por títulos negociables que pueden emitirse en los mercados de valores. 3) La importancia creciente de las actividades/operaciones de las instituciones financieras fuera de balance.

La innovación financiera así entendida es objeto en todos los trabajos que la analizan de una común preocupación por buscar las causas que la originan. Como afirma el trabajo de Richard Harrington —que se incluye en este número de *Suplementos*—, ese afán por identificar los fac-

tores que generan la innovación financiera diferencia el análisis de ésta del realizado sobre la innovación industrial. La literatura de la innovación financiera no se ha conformado con justificar su presencia afirmando que contribuye a aumentar las oportunidades de beneficio de las entidades que la incorporan. Ha tratado de identificar los factores o causas que la motivan. Un repaso de los tres trabajos iniciales de este número de *Suplementos* permite identificar cuatro factores principales que han impulsado el proceso de innovación financiera en nuestro tiempo:

1.º La innovación tecnológica registrada en el terreno de la información y las comunicaciones. Esa nueva tecnología explica no sólo la aparición de nuevos productos, sino también la de nuevos procesos productivos. La estructura del sistema financiero ha sido «revolucionada», como indica Jean-Claude Chouraqui en su colaboración a este número de *Suplementos* por esta nueva matriz tecnológica que explica buena parte de las innovaciones financieras actuales, innovaciones que han alterado radicalmente las prácticas de empresas no financieras, de familias y de las propias instituciones financieras y ha intensificado la internacionalización de la vida financiera en la actualidad.

2.º Los cambios en la vida económica han forzado la aparición de innovaciones financieras para dar respuesta a los problemas que aquélla planteaba. Tres factores han sido los protagonistas de este cambio económico: las elevadas y variables tasas de inflación, las fluctuaciones de los tipos de cambio y el comportamiento de los tipos de interés. Alertados por esas variaciones, ahorradores e inversores han demandado productos financieros que les preservasen de los efectos de las variaciones de esos datos de la vida económica, y esas demandas han originado la aparición de numerosas innovaciones financieras. Un factor importante que ha agudizado las consecuencias de la inflación, tipos de cambio e interés sobre los comportamientos financieros es el de la acentuación de la competencia entre las empresas financieras y la elevación de la educación financiera de la clientela, que ha aumentado su sensibilidad hacia las variaciones de las condiciones de los mercados.

3.º La regulación de los sistemas financieros por los gobiernos y las propias necesidades de fondos que éstos han demandado de los mercados para la cobertura de sus déficit se halla detrás de importantes innovaciones financieras de nuestro tiempo. Esquivar la regulación de la actividad financiera mediante la oferta de nuevos

productos ha sido el punto de partida de innovaciones financieras frecuentemente de corta duración, porque la política económica ha cerrado los escapes que a su reglamentación realizaban los productos puestos en el mercado por las instituciones financieras. De nuevo, esas regulaciones se han contestado con otros productos innovadores y el proceso de cambio ha continuado como una lucha dialéctica entre regulaciones gubernamentales (que las entidades de depósito han considerado como impuestos implícitos) y puesta en el mercado de nuevos productos con los que obviar las regulaciones establecidas. A ese impulso generador de las innovaciones financieras nacidas de la reglamentación pública, el gobierno ha añadido su propio déficit presupuestario como elemento de innovación. La cuantía elevada de este déficit y su persistencia en el tiempo han planteado problemas crecientes a su financiación, que el Tesoro y/o los bancos centrales han ido resolviendo en los distintos países mediante la utilización de instrumentos antes desconocidos en los mercados financieros.

4.º Finalmente, un elemento importante de innovación ha sido la proliferación de los riesgos que han afectado a las entidades financieras y las respuestas de éstas y de las empresas financiadas a esos riesgos crecientes. A las entidades financieras la multiplicación de los riesgos, convertidos en algunos casos en costosos siniestros, les ha obligado, en primer lugar, a reforzar sus recursos propios como última garantía, con la consiguiente aparición de algunos productos financieros nuevos, y, en segundo lugar, les ha obligado también a aumentar sus operaciones fuera de balance que no requiriesen recursos propios adicionales. Por otra parte, las empresas no financieras han obtenido sus créditos en unos mercados alterados por los riesgos crecientes de los préstamos en condiciones más exigentes de precio y/o plazo. Esta situación ha motivado que empresas no financieras solventes buscasen directamente sus fondos en los mercados financieros mediante la utilización de nuevos productos (pagarés de empresa, por ejemplo).

Esas cuatro fuerzas, que explican el continuado auge de la innovación financiera en nuestro tiempo, han afectado de forma desigual a los mercados e instituciones de los distintos países. Como afirma el trabajo de David T. Llewellyn que incluye este número de *Suplementos*, esa influencia de la innovación financiera ha dependido de la regulación de los sistemas financieros en cada país, de la peculiar estructura del mismo

y de la penetración e intensidad de la competencia entre las distintas instituciones.

El tercer tema —común a los análisis de la innovación financiera— es el de identificar las formas en las que ésta se presenta, es decir, ofrecer una tipología de la innovación financiera. Los distintos criterios de clasificación que pueden utilizarse para ordenar las múltiples innovaciones disponibles hacen que el lector se encuentre frecuentemente confundido ante el catálogo de siglas o términos procedentes de la jerga financiera que refieren las innovaciones registradas en los mercados. Dos criterios distintos pueden utilizarse para simplificar e identificar las formas de innovación financiera disponibles. El primero consiste en elegir o seleccionar aquellas más frecuentes e importantes como términos de referencia del análisis de la innovación financiera. El segundo consiste en disponer de un criterio clasificatorio de las diversas innovaciones financieras adecuado a las funciones que éstas cumplen dentro del sistema financiero. El primer criterio es el que siguen los trabajos de Chouraqui y Harrington publicados en este número de *Suplementos*. El segundo, propuesto originalmente por el Banco Internacional de Pagos (1986), es el que desarrolla la colaboración de David T. Llewellyn. Un criterio que diferencia cuatro funciones diversas de la innovación financiera: 1) Transferencia de riesgos: a) Riesgo de precio. b) Riesgo de crédito. 2) Mejora de liquidez. 3) Generación de créditos (recursos ajenos). 4) Generación de recursos propios. Funciones a las que cabe adscribir a las distintas innovaciones financieras disponibles.

El cuarto tema que alienta en toda la literatura general de la innovación es el de sus ventajas (beneficios) y el de sus inconvenientes (costes) que se siguen del conocimiento y valoración de sus efectos. Dicho en otros términos: es preciso conocer los efectos de la innovación financiera antes de trazar el balance de sus ventajas e inconvenientes. El reconocimiento de esos efectos ha tendido a ordenarse a lo largo de cuatro grandes líneas: a) Efectos sobre las funciones del sistema financiero. b) Efectos sobre la política monetaria. c) Efectos sobre la supervisión del sistema financiero. d) Efectos sobre la economía real.

Los efectos sobre el sistema financiero se manifiestan —como indica la colaboración de David T. Llewellyn— en ocho líneas diferentes: en los costes de intermediación financiera, al facilitar su disminución; sobre la competencia interna e internacional, intensificándola y reduciendo así las imperfecciones de los mercados; al per-

mitir a los tomadores de créditos su acceso a los mismos en mejores condiciones en función de su solvencia; al permitir las mejores protecciones contra los riesgos; al facilitar las transferencias de los riesgos en el mercado; la multiplicación de los instrumentos y mercados permite asimismo una mejor selección y ajuste de las carteras de valores del público; la separación de riesgos por distintos instrumentos financieros permite fijar precios a los mismos y asignarlos debidamente; la extensión de la gama de activos financieros facilitada por las innovaciones posibilita una mejor atención a las demandas de los usuarios. Una forma diferente de apreciar esos efectos sobre el sistema financiero —propuesto por Chouraqui en su colaboración a este número de *Suplementos*— es considerar sus ventajas, dividiéndolas en *pecuniarias* (posibilidad de mejorar los rendimientos de los fondos para sus titulares o reducir los costes de transacción) y ventajas *no pecuniarias* (conseguidas por la facilidad para precaverse de los riesgos de los tipos de interés y cambio que la innovación permite y por la diversificación de los servicios de financiación que la innovación supone).

La suma de los efectos anteriores —cualquiera que sea el criterio utilizado para su apreciación— expresa las ventajas de la innovación financiera, que en definitiva se reflejarán en mejores y mayores oportunidades para orientar la asignación de recursos.

El proceso de innovación financiera ha acusado sus consecuencias negativas (costes) sobre dos frentes de gran importancia: sobre el control realizado por la política monetaria de los agregados representativos de la cantidad de dinero y sobre las funciones de supervisión del sistema financiero ejercidas por las autoridades a quienes se confían en cada país. El trabajo de Jean-Claude Chouraqui presenta un panorama ilustrativo de esas consecuencias de la innovación financiera, que ha obligado a la política monetaria a redefinir los agregados con los que opera y a interpretar su significación y/o a utilizar otros objetivos complementarios (tipos de interés, tipos de cambio). La innovación también ha supuesto la presencia de riesgos crecientes a la estabilidad del sistema financiero, a los que han debido atender las tareas de supervisión de las autoridades que las desempeñaban en los distintos países. Esa inestabilidad de los sistemas financieros se deriva de la proliferación de operaciones fuera de balance, cuyos riesgos se desplazan confusamente; de la aparición de nuevas instituciones que operan en el sistema financiero y que compiten con las entidades de

depósito, pero que no asumen idénticas obligaciones en las que éstas tienen respecto a nivel de riesgos y coeficientes de garantía, y otros. Por otra parte, la convergencia en el quehacer de las instituciones financieras y la asunción por empresas no financieras de operaciones financieras plantea, asimismo, problemas de estabilidad a los que han debido atender también las autoridades de supervisión.

En definitiva, pues, los costes de las innovaciones financieras se acusan en la dificultad creciente que su proliferación suscita para controlar el crecimiento de la cantidad de dinero y para asegurar la estabilidad de los sistemas financieros.

La cuarta línea de análisis de los efectos de la innovación es la que los contabiliza desde el campo de la economía real. ¿Hasta qué punto la innovación afecta a los procesos reales de inversión, ahorro y desarrollo productivo? Son estos efectos los que la literatura disponible ha analizado más insatisfactoriamente. Es evidente que el proceso de innovación financiera facilita, a través del aumento del espectro de activos disponibles, la realización del ahorro y que, al mejorar la gestión de tesorería de las empresas, facilita una combinación más adecuada de inversión financiera y real. También es cierto que la innovación financiera posibilita la dispersión del riesgo y reduce los costes de intermediación del sistema bancario, pudiendo beneficiar así el desarrollo de las inversiones. Sin embargo, a esas consecuencias generales de la innovación financiera habría que añadir las que *directamente* pueden tener cada una de las innovaciones sobre los procesos de inversión real al afectar a las distintas fuentes de financiación de la empresa y a la importancia de éstas en la práctica financiera de cada país. Esos beneficios potenciales sobre la economía real se añadirían a los anteriormente expuestos, justificando así la aparición y difusión de las innovaciones financieras.

El balance de ventajas (beneficios) e inconvenientes (costes) de la innovación financiera concluye en un claro saldo favorable, que se concreta en las mayores posibilidades que las mismas suponen para el desempeño de las funciones del sistema financiero en nuestro tiempo, a las que ningún país puede renunciar. Afirmar que ese saldo de la innovación es positivo no equivale a negar los nuevos problemas y peligros que la innovación plantea, y a cuya solución y reducción debe colaborar la política económica de cada país. Obviamente, si la innovación financiera se desea, las vías para su penetración y difusión deben abrirse. Esas vías son dos: la

desregulación (o liberalización) del sistema financiero y su internacionalización. Y por esas vías —abiertas con más o menos intensidad en todos los países— ha discurrido la práctica de la innovación financiera en nuestro tiempo.

Nadie niega hoy las ventajas y la necesidad de la innovación financiera. Lo que hoy se discute en los diferentes países son los *límites* de ese proceso de liberalización o bien alternativamente las exigencias mínimas de regulación e intervención del sistema financiero, porque la innovación ha probado en algunos casos la fuerza negativa de sus efectos sobre *la estabilidad del sistema financiero*, que debe asegurarse a toda costa. Proteger esa estabilidad obliga a atender al nuevo planteamiento de las funciones de supervisión financiera, no sólo en el interior de cada país, sino también a coordinar esas funciones en un plano internacional. Y plantea también la necesidad de encontrar criterios comunes a los que deba obedecer la regulación de las actividades de las instituciones financieras en los distintos países en el momento presente.

BANCA Y MERCADOS DE VALORES: PRINCIPALES CUESTIONES EN MATERIA DE REGULACION

Un campo en el que se han registrado modificaciones decisivas en los últimos años es el de los mercados de valores. Un gran beneficiario de estas modificaciones ha sido el sistema bancario, que ha expandido sus actividades de suscripción, emisión, creación de mercados, negociación e inversión de valores.

De esta realidad parte la colaboración de T. R. Bingham a este número de *Suplementos*. Su propósito es doble: identificar los rasgos de ese movimiento ascendente de los mercados de valores y analizar sus implicaciones para la regulación más conveniente de esos mercados de valores. Es en este último punto —de gran importancia actual en los países occidentales— sobre el que se vuelcan las reflexiones más interesantes de la colaboración de Bingham. Los problemas que el desarrollo de los mercados de valores ha planteado y que reclaman una regulación son, en el sentir de Bingham, muy variados, pero entre éstos él elige tres: 1) Los problemas de liquidez que parten de la tendencia de utilizar los mercados de valores como fuente de liquidez y que obliga a extender la regulación de esos mercados como parte del esfuerzo por garantizar la estabilidad del sistema financiero en su

conjunto a la que antes nos referíamos. 2) La internacionalización de las operaciones de los mercados de valores obliga a conseguir una coordinación y coherencia internacionales en las normas y principios que condicionan su estabilidad. 3) Llegar a un tipo de regulación nacida de la conveniencia de oferentes y demandantes del mercado constituye hoy una necesidad para fomentar la propia eficiencia del mercado y la consecución de importantes economías externas. Ahora bien, ese tipo de regulación ideal no está previamente definido y hay que llegar a él de forma gradual y con apoyo de la experiencia. La última parte de la colaboración de Bingham apunta a las orientaciones a las que podría responder esa regulación necesaria de los mercados de capitales.

LOS CAMBIOS EN DOS SISTEMAS FINANCIEROS: ESTADOS UNIDOS Y FRANCIA

Dos nuevas colaboraciones, debidas a Thomas D. Simpson y Didier Bruneel, exponen el proceso de reforma en Estados Unidos y Francia. Su propósito final es revelar las huellas principales que la innovación financiera testimonia en esos dos países. El proceso de evolución del sistema financiero se presenta en ambos países empujado por la fuerza de los acontecimientos económicos a los que han tratado de responder los procesos de innovación.

El trabajo de Simpson acentúa la importancia del cambio de una situación inflacionista a otra de precios estables en Estados Unidos como el origen de los problemas vividos por distintos sectores endeudados: sector público, sector agrario, productores de energía, préstamos a países subdesarrollados. El fuerte endeudamiento de familias, empresas y sector público ha sido un rasgo común y persistente a lo largo de los últimos años en Estados Unidos. Esa economía endeudada, con sectores críticos, ha experimentado el riesgo creciente de los tipos de interés y cambio, que han sido los causantes del gran proceso de innovación financiera vivido en Estados Unidos, y que la colaboración de Simpson detalla en su epígrafe III, en el que el lector encontrará una detallada descripción de sus características y sus efectos. Una evaluación de los riesgos de las instituciones financieras y de sus consecuencias ante el proceso de cambio financiero y de innovación, cierra el contenido de esta interesante colaboración.

Los acontecimientos económicos plasmados en el contexto incierto que ha afectado a la inflación, tipos de cambio y de interés, ha constituido el origen principal —como antes se indicó— de los cambios en los mercados financieros en general y de los franceses en particular. Junto a este factor surge como característico de la situación francesa el papel activo que el Estado ha desempeñado en el proceso de innovación financiera (motivado por el déficit público y su cobertura y por la necesidad de reducir gastos públicos rebajando subvenciones a los tipos de interés). La tercera fuerza que ha condicionado los cambios en el sistema financiero francés se encuentra en el proceso de su liberalización, y la cuarta y última, en la creación de un mercado de capitales unificado. A partir de esas cuatro premisas, la colaboración de Bruneel sitúa los distintos hitos que marcan la senda recorrida por el sistema financiero francés en la última década. Esa historia se cuenta a partir del paso de una economía de «endeudamiento» a una economía «de mercado», con la valoración de sus consecuencias sobre el comportamiento de los agentes económicos, el recuento de las principales mutaciones registradas en el sistema bancario y sus consecuencias sobre la política monetaria.

HACIA UN SISTEMA FINANCIERO EUROPEO

La colaboración que cierra la primera parte del presente número de *Suplementos*, debida a Paolo Clarotti, trata de contestar a una pregunta vital para quienes formamos parte de la CEE: ¿Cuál es la situación actual y cuándo se estima que se cumplirá el objetivo de alcanzar un sistema financiero único en la Europa comunitaria? La respuesta a esa pregunta se ofrece a través de un análisis del contenido y efectos de las principales directivas y recomendaciones comunitarias, dividiendo a éstas en dos grandes grupos: las que describen la situación actual y las iniciativas en curso. El interés de la lectura del trabajo de Clarotti reside en la excelente información de la que parte y en la valoración que su texto transmite sobre los pasos ya dados y que van a realizarse en los próximos años, de los que deberán partir cambios importantes en nuestro sistema financiero y en el resto de los países de la CEE para llegar a ese gran mercado unificado al que se aspira, y que pasa por la disposición de un sistema financiero configurado con arreglo a unos principios comunes que nos lleven a él.

LA INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA

Como se ha indicado al comienzo de esta introducción editorial, la segunda parte de este número 21 de *Suplementos* contiene un conjunto de colaboraciones que tratan de ver con ojos españoles el proceso de innovación financiera. Esta visión española de la innovación se ha procurado que la ofrecieran quienes la han vivido desde las instituciones en las que se ha registrado o por quienes han contado con datos directos de ese proceso innovador obtenidos desde esas instituciones, interpretándolos con las técnicas de análisis disponibles. Ese propósito explica la selección de los temas y colaboradores de esta segunda parte del número 21 de *Suplementos*.

Como introducción a esta visión española de la innovación financiera figura el trabajo de Fernando Gutiérrez Junquera. Su propósito inicial es presentar al lector una tipología de la innovación financiera en España realizada a partir de la identificación de las fuerzas que han impulsado su aparición y difusión en nuestro país. El proceso de innovación financiera en España no ha sido diferente en sus causas al registrado en otros países. El contexto económico que ha favorecido la innovación financiera en otros países se configuraba en España con especial intensidad: las tasas de inflación elevadas e inciertas, la incertidumbre de los tipos de cambio e interés, han impulsado la aparición de nuevos activos para atraer a los ahorradores protegiéndoles de los efectos de la inflación y ha llevado a ofrecer a los prestatarios nuevos instrumentos para afrontar los riesgos de cambio y las temidas elevaciones de los intereses. Por otra parte, la existencia de un déficit público elevado y persistente ha obligado a buscar fórmulas nuevas para su financiación, convirtiendo al Tesoro y a las autoridades monetarias en elemento clave del proceso innovador. La respuesta a la regulación cambiante de las instituciones financieras, materializada en los elevados coeficientes obligatorios de caja e inversión, unida a las reformas de la imposición, han abierto una aparición de importantes innovaciones con las que han tratado de mantener las cuentas de resultados las instituciones financieras. Factor importante y singular del proceso de innovación financiera en España han sido las limitaciones operativas impuestas a la banca extranjera, que han forzado a ésta a utilizar nuevos instrumentos, convirtiéndola en agente pionero de los cambios experimentados en nuestro sistema financiero. A esas causas impulsoras de la innovación financiera se han añadido —como en otros países— la utilización de los avances tecnológicos

en el tratamiento de la información y las comunicaciones.

Quizá un balance comparado del proceso de innovación financiera en España con el registrado en otros países deba destacar, frente a un sustrato común de factores, la singular importancia que han revestido la financiación del déficit público, las modificaciones de la imposición directa sobre los rendimientos de capital mobiliario, la imposición indirecta y los costes de intervención de los fedatarios públicos y la estrategia operativa de la banca extranjera.

El análisis de las manifestaciones de la innovación financiera en España, comprobando su importancia real, constituye el contenido central del trabajo de Fernando Gutiérrez Junquera. Por él comprobará el lector el alcance que ha tenido en España la innovación y las modificaciones que la misma ha introducido en la estructura general de nuestro sistema financiero.

De las perspectivas de la innovación financiera en España se ocupa la tercera parte del estudio de Fernando Gutiérrez Junquera. En ella se apuntan las líneas que parecen configurar hoy el futuro de la innovación financiera en nuestro país. Esas líneas vienen definidas, de un lado, por los cambios en curso y los cambios futuros previsibles en la regulación de la actividad financiera, y, por otra parte, por las variaciones del entorno económico. En lo que respecta a los cambios en la regulación de la actividad financiera destacan: la culminación del proceso de liberalización de los tipos de interés, la reducción de los coeficientes de inversión, las variaciones de los instrumentos de financiación pública y del control monetario, la reforma del mercado de valores y la progresiva liberalización del control de cambios. Todas estas modificaciones hacen previsible una posterior estabilización del ordenamiento financiero y fiscal. Las variaciones del entorno económico destacan a cuatro factores como impulsores y condicionantes del proceso de innovación financiera en el futuro. El primero de esos factores es el dominio logrado de la inflación, con sus efectos sobre los tipos de interés, que habrá de influir sobre la estructura de la demanda de activos más dirigidos a la cobertura de riesgos de tipos de interés y cambio (*swaps*, futuros opciones). En segundo lugar, el déficit público, pese a su reducción reciente, continuará reclamando fondos importantes tanto para su cobertura como para su refinanciación. El tercer factor será la internacionalización creciente del sistema financiero, lo que ampliará la demanda y oferta de recursos más allá del sistema financiero español y condiona-

rá de forma creciente al funcionamiento de los mercados internos. El cuarto y último factor impulsor de las futuras innovaciones se encuentra en las importantes alteraciones que habrán de registrarse en los oferentes de servicios financieros, que se manifestarán en el reforzamiento de las operaciones de intermediación bancaria de las instituciones existentes (intermediación en los mercados de valores y seguros y cobro de diversas comisiones por otros servicios) y por la entrada en las actividades bancarias de otros intermediarios financieros y de empresas no financieras.

La valoración del proceso de innovación financiera en España realizada en el trabajo de Fernando Gutiérrez Junquera constituye, sin duda, una referencia útil de partida para comprender su lógica, para estimar sus consecuencias sobre la estructura del sistema financiero y para abordar desde el marco que esa colaboración ofrece la contemplación del fenómeno de la innovación que se realiza desde las instituciones financieras en los restantes trabajos de la segunda parte de este número de *Suplementos*.

BANCA ESPAÑOLA E INNOVACION FINANCIERA

El proceso de innovación financiera se contempla desde la experiencia bancaria española —en la colaboración de Carlos Gorriá Cortázar a este número de *Suplementos*— a partir de una amplia perspectiva, pues por él se entiende el conjunto de actuaciones en cuya virtud una entidad aumenta sus ventajas competitivas frente a sus rivales, lo cual puede suceder no sólo por la oferta de nuevos productos, sino también por la definición y práctica de nuevos procesos productivos y comerciales. Esas actuaciones innovadoras de la banca han tropezado —y tropiezan— en España con tres escollos fundamentales: la estrechez de los mercados financieros españoles; la creciente demanda de fondos derivada del déficit público, que ha dejado corto espacio a otros instrumentos financieros, y la rigidez del marco jurídico, que —pese a la liberalización ya realizada— ofrece aún importantes reglamentaciones obstaculizadoras de determinados instrumentos financieros respecto de las existentes en otros países. Pese a esas limitaciones, el proceso de innovación de la banca española ha sido importante, manifestándose tanto en el mercado interno como en el campo de los flujos financieros hacia y desde el exterior y en la apertura de servicios para-financieros.

Profundizar en el necesario proceso de innovación financiera plantea a la banca española —en opinión de Carlos Gorría— exigencias importantes. En primer lugar, resulta preciso disponer de un cuadro legal menos limitativo, lo que equivale a continuar y culminar el proceso de la liberalización del sistema financiero. En segundo lugar, existen también exigencias internas, pues las propias instituciones deben intensificar su especialización, agudizar la búsqueda del cliente y practicar las reformas necesarias del canal de distribución. Sobre la importancia de este último punto insiste especialmente la colaboración de Carlos Gorría, en cuanto que las reformas del canal de distribución afectan al sistema bancario establecido en España, que no podrá mantenerse en el futuro y cuya modificación reclamará de las entidades bancarias definiciones claras de su estrategia en cuanto a productos y mercados para racionalizar y especializar las tupidas redes bancarias actuales de distribución de productos.

LAS CAJAS DE AHORROS ANTE LA INNOVACION FINANCIERA

¿Qué han hecho las cajas de ahorros frente al proceso de innovación financiera que les abría la liberalización de sus operaciones concedida por el Decreto 2.290/77? Tal es la comprometida pregunta a la que responde la meditada colaboración del profesor Juan Quintás al presente número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero*. Esa respuesta destaca cuatro puntos fundamentales en la actuación innovadora de las cajas de ahorros españolas:

1. En primer lugar, resulta obligado definir el punto de partida. En la situación previa a 1977 el mercado objetivo de las cajas de ahorros lo constituían las economías domésticas de renta media y baja, así como, limitadamente, el mundo de las pequeñas y medianas empresas. Paralelamente, el mercado institucional abarcaba las corporaciones locales y aquellas materializaciones en valores exigidas por el cumplimiento de los elevados coeficientes de inversión obligatoria.

2. A lo largo de la última década, las cajas han realizado una consolidación de su mercado tradicional de las economías domésticas (con nuevos productos que han extendido además a otros segmentos de esas economías domésticas con rentas más elevadas); han fortalecido su presencia en la financiación de las empresas y, en particular, han permitido iniciar/intensificar

sus actuaciones en el mercado monetario y en el de capitales.

3. Esa consolidación y ampliación de los mercados tradicionales de las cajas de ahorros hubiera sido imposible sin contar con la *innovación financiera*, cuya incorporación puede describirse, de acuerdo con el criterio utilizado por el profesor Quintás, diferenciando lo que han sido:

A) *Perfeccionamiento de productos*, entre los que figurarían: *la emisión de activos a tipos competitivos de interés* (letras y efectos para financiación propia, títulos hipotecarios, bonos de tesorería y la difusión registrada en los certificados de depósito); *la colocación y cesión temporal de activos* (públicos y privados, destacando los títulos del Tesoro y los pagarés de empresa); *los préstamos de vivienda a interés variable*.

B) *Ampliación de la gama de productos*. Las novedades serían aquí, en primer término, *los seguros con prima única y las cuentas del mercado monetario*. En segundo término aparecieron las nuevas actividades de muchas cajas de ahorros en los *servicios no bancarios* (fondos de pensiones y de inversión, seguros y viajes). En todos estos supuestos, las cajas de ahorros contaron con la base de su clientela tradicional, de las economías domésticas y con la facilidad de su relación con ellas a través de su potente red de sucursales.

C) *La sustitución de productos* ofrecidos a la clientela tradicional se ha realizado merced a cambios notables debidos a la aplicación de nueva tecnología que ha permitido abaratar y agilizar las operaciones ya realizadas. Figuran entre éstos: *la asociación de la tarjeta de débito a las libretas de ahorro y cuenta corriente* para su utilización en los cajeros automáticos, *expendedores de billetes y terminales en puntos de venta*; en segundo término, *los préstamos instantáneos*, *la cartilla electrónica* y *las oficinas automatizadas*.

4. La penetración de las cajas de ahorros en otros mercados no tradicionales también se ha realizado por el proceso de innovación financiera en estos últimos diez años. Esa oportunidad la concedió el Real Decreto 2.290/77, que abría a las cajas de ahorros la posibilidad de descontar efectos y ampliar así su negocio con el mundo de las empresas. La posición favorable de las cajas de ahorros, por su ventaja comparativa, en las empresas de tamaño medio y pequeño explica que haya sido ese mercado en el que fundamentalmente han actuado la mayoría de ellas (por su mayor accesibilidad y relaciones previas,

que ha hecho que fuera éste el segmento más cultivado). Las novedades registradas aquí van desde los préstamos y créditos a interés variable a la gestión del cobro de efectos, de los préstamos sindicados a las cuentas de gestión de tesorería.

Esa relación con las empresas se ha facilitado también por la oferta de otros productos y servicios diferentes, como el *leasing*, la financiación del comercio exterior y los prestados por los servicios centrales de las cajas, convertidas en verdaderas unidades de negocio como pueden ser los servicios de informática, la selección de personal, microfilmación, asesoramiento y otros. También existen dos nuevos productos para el sector de las empresas facilitados por la innovación tecnológica, como son el *cash management* y los terminales en puntos de venta, contemplados en su proyección hacia las empresas comerciales.

El hecho de que las empresas de tamaño medio y pequeño hayan constituido la clientela preferida de las cajas de ahorros y a quienes han dirigido su proceso de innovación no quiere decir que las grandes empresas no hayan atraído el interés de las cajas con la participación en la financiación de unidades productivas de empresas de este tamaño en la correspondiente economía regional. Esta actividad de las cajas en la financiación de las grandes empresas ha tendido a ser, sin embargo, marginal, como era de esperar, por mucho que haya sido su valor respecto del aprendizaje de los distintos mercados financieros en los que han actuado.

La contemplación de ese balance del proceso de innovación financiera realizado por las cajas de ahorros es indudablemente positivo. Su intensa aceleración en los últimos años tiene tras de sí muchos motivos, sobre los que discurre la parte final de la colaboración del profesor Quintás. Hay, en primer lugar, una recuperación de actividades operativas posibilitadas por la liberalización que supuso el Real Decreto 2.290/77. Ha influido también en esa incorporación de las innovaciones la agudización de la competencia con otras instituciones financieras, que ha impulsado a las cajas hacia nuevos productos y actividades. Y han estado asimismo presentes otros hechos más circunstanciales, como la insistencia de los vendedores de tecnología y las ventajas de la red de sucursales para los mercados tradicionales de las economías domésticas y de las PYMES. Fruto de ese conjunto de circunstancias dispares e impulsoras del proceso de innovación ha sido que éste, vivido intensamente por las cajas de ahorros, haya dejado tras

de sí rastros negativos de cierta falta de coordinación y desajustes entre las necesidades y recursos disponibles.

Sin embargo, el profesor Quintás concluye —con gran acierto, en nuestra opinión— que el principal activo de ese proceso innovador no reside sólo en las cotas alcanzadas por el mismo, sino en el hecho de que la vivencia de ese proceso ha transformado la cultura empresarial de los protagonistas que lo han interpretado, modificando el factor de inercia que caracterizaba inicialmente en 1977 el comportamiento de muchas cajas de ahorro españolas. Es ese cambio el que permite mirar con optimismo al futuro innovador de las cajas de ahorro españolas, pues justamente a partir de él podrá asimilarse la ola creciente de innovaciones que las cajas de ahorros deberán incorporar para mantener y aumentar su cuota de mercado en el sistema financiero más abierto y competitivo que nos aguarda en el futuro.

LA ACEPTACION Y DIFUSION DE LAS INNOVACIONES FINANCIERAS Y LA DISTRIBUCION DE SERVICIOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Estudiar el proceso de aceptación y difusión de las innovaciones por el sector de intermediarios financieros en España es el propósito de la colaboración que la profesora Yolanda Polo realiza a este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero*. Tres son los tipos de innovaciones diferenciadas en su trabajo: de producto, de proceso productivo y de proceso administrativo. La información en la que el trabajo se apoya procede de una encuesta dirigida a bancos y cajas de ahorros. A partir de esa información, se estudian las características a las que ha obedecido el proceso de aceptación y difusión de la innovación financiera en España en bancos y cajas de ahorros y los factores que determinan el proceso de difusión de las innovaciones en el caso particular de las terminales del teleproceso. El proceso de aceptación y difusión de la innovación financiera se presenta tanto por instituciones (banca y cajas de ahorros) como por productos, procesos productivos y administrativos y de gestión. Los factores utilizados para explicar el proceso de difusión de las terminales del teleproceso son cuatro: factores propios de la innovación, de la empresa adoptante, de la estructura del mercado y de la situación económica general.

¿Son elevados los costes de distribución de los servicios financieros en España, en qué medida afectan a la competitividad de nuestras instituciones financieras y qué se podría hacer por reducirlos? Tal es la cuestión con la que se enfrenta el trabajo de Eduardo Ballarín que publica este número de *Suplementos*. Para ofrecer una respuesta a esa pregunta se parte de los datos comparados del sistema financiero español con los de otros países, que sugieren una sobrecapacidad instalada de las redes de distribución de nuestro sistema financiero. Esa sobrecapacidad intenta contrastarse mediante una encuesta dirigida a las cajas de ahorros. Los resultados de esta encuesta parecen confirmar los mismos a que se llega con las comparaciones internacionales. A partir de esta situación, la colaboración de Eduardo Ballarín formula lo que podría denominarse el *dilema básico* que afecta a la distribución de servicios financieros en nuestro país, y cuyos términos son los de reducir la capacidad instalada —con el coste económico y humano que ello supone— o bien programar la adaptación y cambio de la red de distribución. La viabilidad de esa segunda alternativa depende de la segmentación y especialización de la red, único camino para hacerla rentable. Esa alternativa plantea problemas distintos a cada una de las instituciones y no admite, en opinión de Eduardo Ballarín, soluciones simplistas y generales.

LA INNOVACION FINANCIERA: CONSECUENCIAS SOBRE LA POLITICA MONETARIA Y LA SUPERVISION DEL SISTEMA FINANCIERO

Como se ha repetido a lo largo de esta introducción editorial, la innovación financiera ha tenido dos efectos destacados por todos los análisis de la misma y que evidencia con reiteración la observación de la realidad financiera de todos los países: dificultar el control desempeñado por la política monetaria y originar problemas nuevos a las autoridades encargadas de las funciones de supervisión del sistema financiero.

Los problemas planteados a la política monetaria por la innovación financiera no se tratan en profundidad por un autor español en este número de *Suplementos*. El motivo de ello es que, conjuntamente con este número 21 de *Suplementos* se publica el número 36 de *PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA*, dedicado al repaso de las novedades registradas en el sistema financiero español y que incluye un extenso trabajo del

profesor Luis Angel Rojo que, bajo el título de «Innovaciones financieras y política monetaria», estudia en profundidad el tema, y al que remitimos a los lectores interesados.

La descripción y valoración del campo problemático que la innovación financiera abre para el desempeño eficiente de las funciones de supervisión se contiene en la colaboración que publica este número de *Suplementos* de Miguel Martín Fernández. Tres son las cuestiones abordadas en este trabajo: las causas por las que la innovación puede afectar a la estabilidad del sistema financiero, las consecuencias principales que se originan para las autoridades supervisoras y la forma en la que debe organizarse la supervisión del sistema financiero para el mejor cumplimiento de sus finalidades. Aspecto este último que está produciendo en todos los países cambios importantes para posibilitar la convivencia, siempre necesaria —pero en muchos casos no sencilla—, entre una innovación creciente y la estabilidad del sistema financiero.

LOS NUEVOS INSTRUMENTOS DE FINANCIACION INTERNACIONAL

El presente número de *Suplementos* se cierra con un útil inventario de los nuevos instrumentos de financiación internacional realizado por Angel Bergés, Emilio Ontiveros y Francisco José Valero. Siete son los grupos a los que se reconducen esos nuevos instrumentos de financiación: innovaciones en los mercados de eurobonos, la aparición y características de las euronotas, el papel comercial y las notas a medio plazo, los diversos tipos de permutas financieras o *swaps*, los contratos de futuro, las opciones financieras y las euro-acciones. Cada uno de esos nuevos instrumentos se analiza en esta colaboración ofreciendo a los lectores su concepto, su aparición y evolución y sus funciones. Todo ello permite disponer al lector de un glosario completo y claro de los nuevos instrumentos de financiación internacional que caracterizan al mundo financiero de nuestro tiempo.

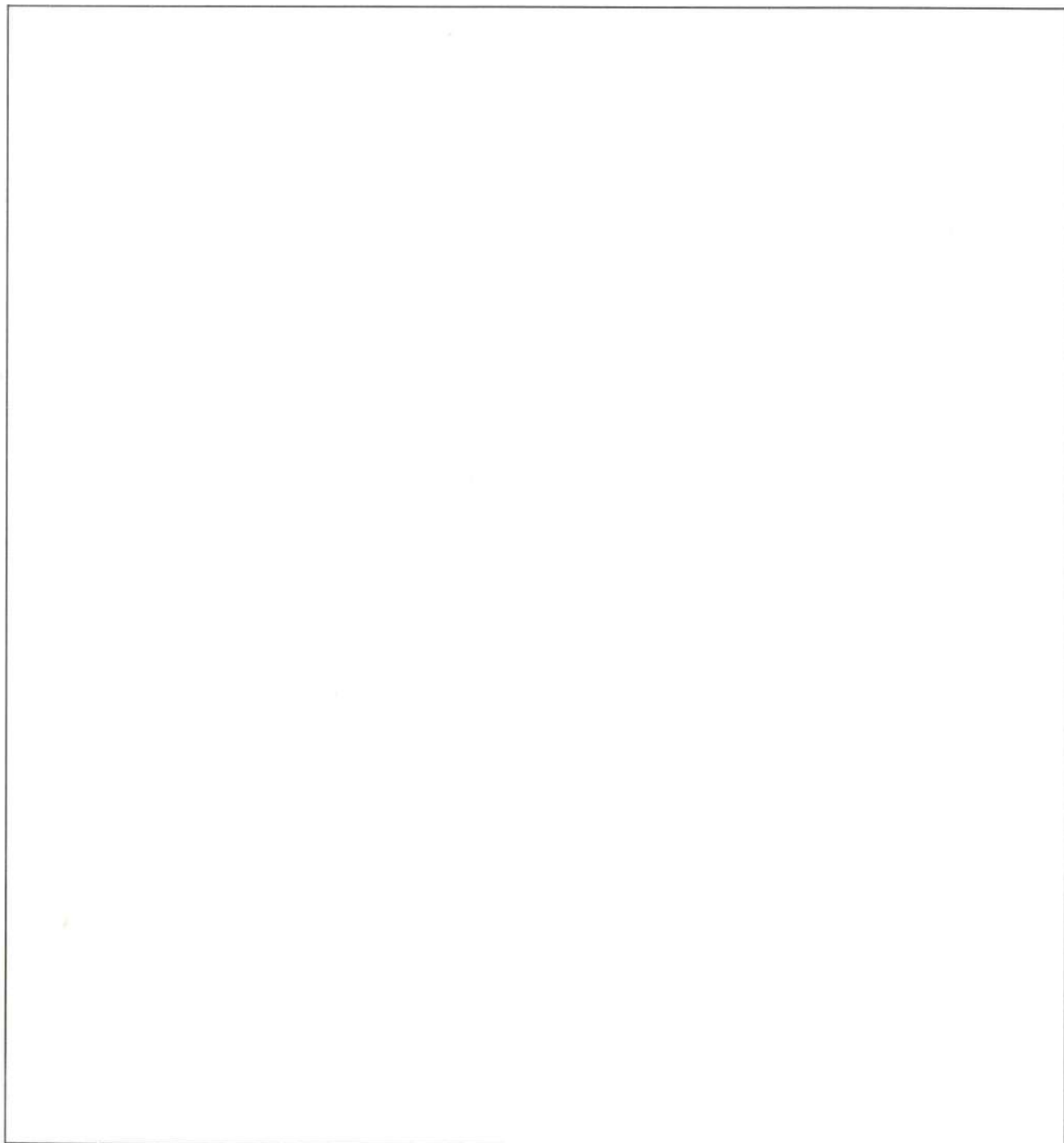
LAS INNOVACIONES FINANCIERAS: PRIMERA ENTREGA

El contenido del presente número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* no pretende

agotar el tema de la innovación. Constituye una primera entrega sobre algunos de sus aspectos principales. La importancia de la innovación en los sistemas financieros obligará a volver sobre ese proceso innovador en futuras actividades de la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas, porque creemos que su seguimiento resulta vital para mantener la competitividad de nuestras instituciones financieras y para asegurar la estabilidad del sistema financiero español. Por creerlo así, este número de

Suplementos constituye un punto de partida y no un punto final sobre la innovación financiera. La importancia de la innovación para la gestión adecuada de las instituciones financieras reclama hoy, y exigirá más aún en el futuro, la atención prioritaria de quienes dirigen las instituciones financieras españolas. Una atención que tratamos de facilitar con este número 21 de *Suplementos* y a la que procuraremos seguir sirviendo con nuevas investigaciones y publicaciones en el futuro.

I. INNOVACION Y SISTEMAS FINANCIEROS: ASPECTOS GENERALES Y ALGUNAS EXPERIENCIAS



REVOLUCION FINANCIERA Y POLITICA MONETARIA: UNA VISION DE CONJUNTO

Jean-Claude CHOURAQUI (*)

En los últimos años se han producido profundos cambios en el funcionamiento de los mercados de capitales de gran número de países industrializados. Esos cambios han revestido esencialmente tres formas: desarrollo de innovaciones financieras, basado en la aparición de nuevas técnicas y de nuevos productos financieros; «desespecialización institucional», caracterizada por la borrosidad de las líneas de demarcación tradicionales entre los diversos tipos de instituciones financieras, e internacionalización creciente de las operaciones financieras, ligada a una expansión considerable de los movimientos de capitales. Todos esos cambios han tenido importantes repercusiones sobre la actividad de los intermediarios financieros y sobre la conducción de la política monetaria. Un aspecto positivo de las innovaciones financieras estriba en que contribuyen a intensificar la competencia y poner a disposición de la clientela una gama más amplia de servicios financieros. Sin embargo, presentan también cierto número de inconvenientes debido en especial a que complican el control de los agregados monetarios y a que entrañan riesgos para la estabilidad financiera. Frente a este género de problemas, las autoridades monetarias han reaccionado, en general, poniendo en práctica políticas más flexibles y reforzando la vigilancia de las actividades bancarias.

Este artículo pasa revista a las principales características de las transformaciones estructurales que se están produciendo en los mercados de capitales y analiza, asimismo, las ventajas e inconvenientes de esas transformaciones, así como sus implicaciones para la política monetaria y el control bancario.

I. LA MUTACION DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. Los nuevos instrumentos financieros

En los últimos tiempos se ha introducido en los mercados monetarios y financieros toda una gama de nuevos productos y nuevas técnicas de cobertura del riesgo de los tipos. Su aparición se ha visto favorecida por cierto número de factores, en particular:

— La suavización o supresión de la normativa aplicable a las operaciones financieras (como el techo de los tipos de interés acreedores).

— El deseo de los agentes económicos de reducir al mínimo los costes de transacción originados por la fiscalidad y las reglamentaciones existentes.

— El interés de los operadores en precaverse contra el riesgo de fluctuaciones imprevistas de los tipos de interés y de cambio.

— El progreso tecnológico, que, al facilitar las transferencias de fondos, ha permitido que las instituciones financieras amplíen el abanico de servicios que ofrecen a sus clientes.

Es imposible, dentro del marco limitado de este artículo, reseñar todas las innovaciones financieras aparecidas recientemente en los mercados de capitales nacionales e internacionales, ya que son numerosas y muy variadas (1). Entre las más difundidas, cabe citar, en especial, las emisiones de certificados de depósito, de pagarés de empresa y de otros bonos a corto y medio plazo negociables en el mercado monetario (2);

las emisiones de obligaciones a largo plazo con distintas formas de convertibilidad y de suscripción (3); el desarrollo de los mercados a plazo de instrumentos financieros (4); la utilización creciente de contratos a tipo de interés variable (5); los *swap* de tipos de interés y de divisas, y otras técnicas de cobertura del riesgo como son las opciones, los *future rate agreements* (6), etcétera.

Estos nuevos instrumentos han contribuido a la vigorosa expansión de los mercados bursátiles registrada en los últimos años (fenómeno que se ha dado en llamar, con un neologismo americano, *securitisation*). Para muchos prestatarios, la emisión de títulos negociables ha sustituido con ventaja al crédito bancario. Los emisores de primera fila, que gozan de una buena calificación de solvencia, han podido procurarse así fondos a tipos inferiores a los aplicados en el mercado interbancario. Los prestatarios de segunda categoría recurren igualmente a los mercados de títulos, pero en este caso resulta a menudo útil, y hasta indispensable, una garantía o línea de crédito bancaria. La concesión de segundas líneas de crédito —que constituye una forma de «operación fuera de balance»— permite entonces a los bancos cobrar una comisión por la información que recogen dentro del marco de su actividad de apreciación del crédito y la solvencia de su clientela.

Gracias a las innovaciones financieras, los bancos han participado también directamente en el desarrollo de los mercados bursátiles, emitiendo títulos de deuda, como bonos de ahorro, obligaciones a medio y largo plazo y certificados de depósito negociables. En cierto número de casos, esta evolución se produjo gracias a la suavización de la normativa vigente. Por ejemplo, el volumen de certificados de depósito se ha incrementado en varios países al liberalizarse su remuneración y suavizarse las restricciones aplicadas a su emisión y negociación. En otros casos, los bancos han visto en la emisión de títulos de deuda negociables —sobre todo de obligaciones— una manera de aumentar sus fondos propios, bien para ampliar su capacidad crediticia, bien para reforzar su respaldo financiero.

2. Modificaciones en los mecanismos de intermediación financiera

La aparición de nuevos instrumentos financieros, unida al rápido crecimiento de las emisiones de valores mobiliarios y otros títulos nego-

ciables, se ha acompañado de cambios en la naturaleza de las actividades llevadas a cabo por los distintos tipos de instituciones financieras. En cierto número de países, la importancia relativa de las entidades de depósito (esencialmente bancos) ha disminuido en favor de los inversionistas institucionales (como cajas de pensiones, compañías de seguros de vida y fondos de inversión), que poseen una parte sustancial de sus activos en forma de títulos. Esta evolución hace que los inversionistas institucionales compartan ya, al menos en parte, los riesgos y la transformación financiera que antes correspondían a los bancos.

La actividad de los bancos se ve afectada, asimismo, por el auge de las emisiones de pagarés de empresa, que refuerzan la financiación directa entre agentes económicos no financieros. Como antes se ha indicado, gracias a este nuevo modo de financiación, las empresas están en condiciones de recurrir menos al crédito bancario a corto plazo, y de ahí la tendencia a una disminución del tamaño del balance de los bancos y una reducción de su margen de intereses. No obstante, los bancos no han quedado totalmente excluidos de estos nuevos circuitos de financiación, ya que desempeñan un papel de intermediarios en la emisión de los pagarés (domiciliación de la segunda línea, colocación, etc.); además, las comisiones que cobran por este concepto (véase *supra*) les permiten diversificar sus fuentes de ingresos, tendencia concorde con la actual práctica de tarificación sistemática de los servicios bancarios.

La puesta a punto y utilización de productos sofisticados, como son las opciones, los *swap* y otras técnicas de cobertura, constituye una de las principales actividades que los bancos desarrollan actualmente para responder a las necesidades de su clientela. De esta forma, los bancos están en mejores condiciones de gestionar los riesgos inherentes a las operaciones financieras, atenuando las disparidades entre tipos de interés y de cambio y vencimientos diversos. Sin embargo, al igual que ocurre con las garantías o segundas líneas de crédito concedidas por los bancos en el marco de las emisiones de títulos negociables, esta reorientación de la actividad bancaria se traduce en un considerable incremento de las operaciones fuera de balance. Como consecuencia, los riesgos bancarios son menos transparentes, cosa que, como veremos más adelante, no deja de preocupar a las autoridades monetarias.

Paralelamente a estas transformaciones de la actividad bancaria, asistimos a una clarísima

convergencia de las funciones que realizan las entidades de depósito por una parte y los inversionistas institucionales por otra. En ciertos países (como Estados Unidos, Japón y Francia), esta convergencia se ha visto favorecida por la supresión o suavización de las restricciones que impedían el ejercicio de ciertas operaciones por diferentes instituciones. El resultado ha sido una competencia cada vez mayor, tanto en el terreno de la captación de fondos como en el de las transacciones de títulos (ya se trate de emisión y negociación de valores mobiliarios o de la gestión del patrimonio). Esta aproximación de la actividad de los bancos y de los inversionistas institucionales se ha producido aún más rápidamente en los mercados internacionales que en los nacionales; en la actualidad, los dos tipos de instituciones desempeñan un importante papel en las transacciones de divisas.

3. Internacionalización de las operaciones financieras

El tercer tipo de cambios estructurales que afectan a los mercados financieros es su internacionalización. Esta evolución, iniciada ya en los años sesenta con el desarrollo del euromercado, se aceleró después debido a la considerable expansión de los flujos internacionales de capitales, en un contexto de tipos de cambio flotantes. En su origen se encuentran los mismos factores que contribuyeron a la aparición de las innovaciones financieras, esto es (7): la política de desregulación (varios países han procedido a desmantelar su control de cambios y han facilitado la apertura de sus mercados a los bancos extranjeros); la incidencia de la fiscalidad (la retención sobre los intereses pagados a los no residentes, vigente hasta hace poco en cierto número de países, en especial en Estados Unidos, ha contribuido a la expansión del mercado de eurobonos), y el progreso tecnológico (tratamiento más rápido de las operaciones realizadas en diferentes mercados). Otros elementos también han desempeñado un papel en este proceso, en particular:

— El desarrollo de las emisiones de nuevos instrumentos —como pagarés de empresa, bonos a interés variable y bonos de cupón cero (8)— denominados en monedas distintas del dólar.

— La internacionalización de los mercados de acciones, al cotizarse y negociarse en las plazas financieras un número cada vez más importante de títulos de sociedades.

— El recurso a las nuevas técnicas de cober-

tura (*swap*, opciones, etc.) que ya hemos citado.

— La tendencia a la diversificación de las carteras de activos financieros, ligada al creciente papel de las nuevas divisas (yen, marco alemán) o cestas de divisas (ECU europeo) en las transacciones internacionales.

En general, son sobre todo los sistemas bancarios de los grandes países industrializados los que se han visto afectados por este fenómeno de internacionalización. De hecho, los compromisos internacionales de los bancos se han incrementado sensiblemente en los últimos años, como atestigua cierto número de partidas de sus balances: alta proporción de activos y pasivos exteriores, creciente importancia de los activos en monedas extranjeras y aumento de los riesgos de país con relación a los fondos propios. A esto hay que añadir un avance espectacular de la financiación interbancaria internacional, que ha influido sensiblemente en la evolución de los tipos de cambio.

II. VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL PROCESO DE INNOVACION FINANCIERA

1. Ventajas pecuniarias y no pecuniarias

Algunas de estas innovaciones financieras han provocado cambios en las ventajas, pecuniarias o no, de los activos monetarios. En el plano *pecuniario*, el cambio consiste en la posibilidad de percibir un interés sobre los saldos para transacciones, cosa que no ocurría antes, o de beneficiarse de tipos comparables con los del mercado, cuando anteriormente esos tipos tenían un techo. Así, particulares y empresas han podido obtener rendimientos más altos de sus fondos depositados en bancos o en otras instituciones financieras; eso ha ocurrido especialmente en Estados Unidos (9), como consecuencia de la multiplicación de las fórmulas de cuentas bancarias a la vista que devengan intereses.

Otra ventaja pecuniaria estriba en la reducción de los costes de transacción aparejados a la tenencia, conversión en efectivo o transferencia de activos financieros. Cuando se trata de depósitos, este fenómeno (perceptible sobre todo en Estados Unidos, Canadá, Reino Unido y Japón) se debe, en gran parte, a que la gama de instrumentos que pueden servir como saldos para transacciones se ha ampliado y a que diversos

instrumentos que no sirven para efectuar transacciones han adquirido mayor liquidez. En ciertos países, particularmente en Estados Unidos, se ha asistido igualmente a una disminución del coste de transacción en los mercados de valores mobiliarios, gracias a la libertad concedida a las instituciones financieras para fijar el importe de sus comisiones en función de la índole de las operaciones. Esto ha beneficiado, sobre todo, a los grandes operadores, que han podido negociar gastos de comisión reducidos; dichos gastos han tendido a aumentar, en cambio, en las transacciones de escasa importancia.

Por lo que respecta a las ventajas *no pecuniaras* derivadas de las innovaciones financieras, éstas se refieren, por una parte, a la mayor facilidad con que los agentes económicos pueden precaverse contra los riesgos de tipos de interés y de cambio, y por otra, a la diversificación de los servicios de financiación de resultados de la tendencia a la desintermediación. En un plano más general, la competencia cada vez más fuerte entre instituciones financieras ha permitido a particulares y empresas beneficiarse de servicios más numerosos y mejor adaptados a sus necesidades.

2. Dificultades para el control monetario y riesgos de inestabilidad financiera

El desarrollo rápido, y con frecuencia incontrolado, de las innovaciones financieras ha complicado considerablemente la tarea de las autoridades monetarias, sobre todo en los países que han adoptado objetivos cuantitativos de crecimiento de la masa monetaria. De hecho, la extensión de la gama de activos financieros y su mayor sustituibilidad han hecho más difícil la interpretación de los agregados monetarios. En aquellos países (Estados Unidos, Canadá y Reino Unido, en especial) en los que la demanda de dinero de los agentes económicos era en el pasado relativamente estable —lo que atestiguaba retrospectivamente la existencia de una relación fiable a plazo medio entre la renta nacional y el agregado monetario representativo—, ese tipo de relación se ha visto enormemente perturbada (10). Además, con la aparición de operaciones a tipo de interés variable y de contratos de instrumentos financieros a plazo, ya no resulta tan evidente la manera en que la política monetaria influye sobre las magnitudes reales, en particular sobre las decisiones de inversión. Como veremos más adelante, aunque esas perturbaciones puedan ser transitorias, las autoridades monetarias han concluido en muchos casos que no era apropiado, en el actual

contexto, fijarse objetivos concretos para agregados determinados y que era necesario un enfoque más subjetivo.

La segunda preocupación que suscitan las innovaciones financieras se refiere a su incidencia potencial en la estabilidad del sistema financiero. Cabe identificar diversas fuentes de inestabilidad (11):

a) El gran aumento de las «operaciones fuera de balance» introduce una falta de transparencia en los balances bancarios. Resulta cada vez más difícil juzgar la situación financiera de las entidades participantes en este tipo de operaciones a causa de la dificultad que supone seguir la evolución de los créditos y de las deudas. El riesgo acaba diluyéndose, en cierto sentido, en una cadena opaca de transacciones.

b) La intensificación de la competencia induce a las entidades financieras a buscar, mediante la utilización de nuevos productos, posiciones muy rentables, pero a veces sumamente arriesgadas. La calidad de los créditos de los que algunas de esas entidades son tenedoras puede parecer dudosa, puesto que los prestatarios ya no están en condiciones de hacer frente al reembolso de sus deudas. Esta situación puede verse agravada por dificultades sectoriales, como las que se han producido en la agricultura y la industria petrolífera de Estados Unidos. Esto tiene como consecuencia una creciente fragilidad de los bancos comerciales, ya muy malparados por la incapacidad de diversos países en desarrollo para afrontar el pago de su deuda exterior.

c) Algunas de las nuevas técnicas de financiación entrañan altos riesgos, que las convierten en un negocio delicado, sobre todo para los inversionistas institucionales. Es el caso, por ejemplo, de los *junk bonds* —obligaciones de alto rendimiento emitidas por entidades con baja calificación de solvencia—, que han estado de moda en el mercado estadounidense en los últimos años.

d) La interdependencia y la internacionalización de las actividades financieras facilitan la aparición de ofertas de compra especulativas por parte de agentes financieros muy potentes que pretenden hacerse con el control de grupos industriales y comerciales. Esto crea riesgos de que los mercados bursátiles se disparen sin la menor relación con las fuerzas económicas subyacentes, hasta el punto de que se ha podido hablar al respecto de «economía de casino» (12). Estos riesgos son tanto más pronunciados cuanto que los tipos de interés se han vuelto

más volátiles a consecuencia de la desregulación.

Ciertos analistas ven, asimismo, en el proceso de innovación financiera una fuente cada vez mayor de endeudamiento interior y exterior. En algunos países (Estados Unidos, sobre todo) eso se ha traducido en un alza continua de la deuda global (privada y pública) con respecto al PIB desde comienzos de los años ochenta. Es probable que la tendencia sea más pronunciada de lo que sugieren las estadísticas corrientes, que no tienen en cuenta los créditos directos entre agentes económicos no financieros, créditos que, como antes se ha subrayado, tienden a aumentar rápidamente. Esa situación parece inquietante, sobre todo en la medida en que una elevada proporción de la deuda así acumulada es a corto plazo, lo que favorece la expansión de los nuevos instrumentos financieros sin que apenas sirva para financiar actividades productivas.

Esa proliferación de operaciones a corto plazo se suele interpretar como un reflejo del comportamiento actual de los mercados de capitales, que tienden, según parece, a conceder una importancia preponderante al rendimiento inmediato más que al beneficio a la larga (13). Esta impresión se basa en la comprobación de que la mayoría de los operadores financieros parecen juzgar esencialmente los resultados de las empresas y de las instituciones financieras sobre períodos muy cortos y tienden a extrapolar sistemáticamente esos resultados. Esta visión a muy corto plazo de los mercados financieros tiene, según algunos, consecuencias nefastas para el comportamiento de las empresas en materia de inversión, en el sentido de hacerlas cada vez más sensibles a la preocupación de presentar rápidamente resultados positivos. De ser así, la asignación de recursos se haría en detrimento de las consideraciones de crecimiento a largo plazo. Aunque este punto de vista esté muy difundido en la actualidad, es preciso reconocer que algunos estudios empíricos realizados recientemente sobre esta cuestión no lo han corroborado (14).

III. CONSECUENCIAS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

1. Un control más flexible de los agregados monetarios

A la hora de hacer frente a las dificultades que para el control monetario plantean las innova-

ciones financieras, los bancos centrales de los países más seriamente afectados han adoptado en general una actitud pragmática. Han tomado como guía de su actuación una gama más amplia de indicadores económicos y financieros (15). Al obrar así, algunos no aspiran ya, como en el pasado, a cumplir objetivos estrictos de crecimiento monetario previamente anunciados, reservándose la posibilidad de desviarse de ellos temporalmente, o de forma más duradera, cuando las circunstancias lo exijan. Ese ha sido el caso, sobre todo, de Estados Unidos y Reino Unido, países donde los objetivos han sido a menudo rebasados, replanteados a mitad de año o ajustados al año siguiente para tener en cuenta las desviaciones anteriores. En ambos países las autoridades monetarias se han visto inducidas a formular objetivos múltiples, a modificar la importancia relativa concedida a cada uno de los agregados monetarios elegidos como objetivos o (como en Canadá, en 1982) a suspender sin más el anuncio de objetivos para determinados agregados.

En otras grandes economías de la OCDE las innovaciones financieras, aunque menos problemáticas, han influido también en la conducción de la política monetaria. En Francia e Italia, por ejemplo, las autoridades se han visto obligadas a redefinir los agregados monetarios o a seguir agregados más amplios que engloban una proporción cada vez mayor de instrumentos líquidos. Incluso en Japón y en Alemania, donde las innovaciones financieras no han provocado distorsiones notables en la evolución de los agregados monetarios, las autoridades se han preocupado de controlar mejor la creación de créditos financieros por los bancos y las instituciones no bancarias (16).

En este contexto de mayor flexibilidad en cuanto al cumplimiento de los objetivos monetarios, el tipo de cambio ha tenido una importancia creciente. En Estados Unidos es uno de los indicadores que han influido en los últimos años en las decisiones de las autoridades monetarias en materia de tipos de interés, aunque sin someterse por ello a objetivos determinados. En el Reino Unido y en Canadá el papel atribuido al tipo de cambio ha sido aún más significativo: desde la suspensión del anuncio de objetivos de crecimiento monetario (para el M3 en libras esterlinas y el M1, respectivamente), la estabilización del tipo de cambio se ha convertido implícitamente en el principal objetivo intermedio de la política monetaria de ambos países. También en la mayoría de los demás países europeos (con excepción de Suiza) la conducción de la política monetaria ha estado constreñida por

consideraciones cambiarias a causa, sobre todo, de los límites impuestos a los márgenes de fluctuación de las monedas por el sistema monetario europeo.

2. Reforzamiento de la vigilancia bancaria

La preocupación constante de las autoridades monetarias por preservar la solidez del sistema financiero reviste una importancia cada vez mayor en la actual fase de rápidas transformaciones de los mercados de capitales. Esas transformaciones han hecho que la actividad de los bancos y de otros intermediarios financieros entrañe hoy más riesgos e incertidumbres, de forma que no cabría excluir la aparición de tensiones susceptibles de comprometer la estabilidad del sistema financiero a escala nacional o internacional. Ello implica que las tradicionales reglas de prudencia impuestas a las instituciones financieras han de ser revisadas y reforzadas a la luz de las nuevas condiciones (17).

Uno de los principales problemas con que se enfrentan hoy las autoridades monetarias es el rapidísimo incremento de las operaciones bancarias fuera de balance, fenómeno que ya hemos descrito. Ante esas operaciones, el cometido de las autoridades consiste, sobre todo, en vigilar para que aparezcan en las cuentas publicadas por los bancos e incluirlas en el ámbito de aplicación de las normas prudenciales de control. Por ejemplo, países como Estados Unidos, Japón, Alemania y Reino Unido han extendido, o piensan extender, la normativa sobre fondos propios a las emisiones de pagarés de empresa y a las distintas formas de compromisos adquiridos por los bancos dentro del marco de las garantías concedidas a ciertas operaciones. Las otras grandes cuestiones que se plantean en materia de control bancario se refieren a la desaparición de fronteras entre la actividad de los bancos y la de otras instituciones financieras. ¿Es preciso en particular extender el control a todos los tipos de intermediarios financieros? ¿Deben aplicarse normas comparables de control a las entidades que ejercen actividades similares? En la mayoría de los países, las autoridades coinciden generalmente en considerar que, en las actuales circunstancias, son preferibles los criterios funcionales a los puramente institucionales cuando se trata de definir los conceptos de banco y de actividad bancaria. Así las cosas, se dibuja una tendencia a aplicar disposiciones uniformes a las instituciones que realizan actividades idénticas. Aunque tal orientación vaya en el sentido de un reforzamiento de la competencia, su puesta en práctica no está exenta de dificultades dadas las disparidades existentes en

la dimensión de las diversas entidades financieras.

Para terminar, es importante subrayar que los aspectos internacionales de estos problemas tienen tanta importancia como sus aspectos nacionales. En realidad, dada la imbricación de los sistemas financieros de cada país, las dificultades que puedan experimentar un gran banco o un grupo de bancos amenazan con tener repercusiones mucho más allá de las fronteras nacionales. Resulta, pues, indispensable una estrecha cooperación internacional con objeto de vigilar mejor la gestión de los bancos. Esta cooperación, por lo demás, ha avanzado mucho en los últimos años, como atestiguan los esfuerzos desplegados por las autoridades monetarias de los grandes países industrializados con vistas a un reforzamiento de los fondos propios de los bancos y una aproximación de los sistemas de medición en este campo; no obstante, subsisten importantes diferencias en las normas mínimas impuestas a los bancos y en las técnicas de control utilizadas. Asimismo, es objeto de una creciente coordinación internacional el control prudencial de las nuevas actividades bancarias no incluidas en los balances, aunque las dificultades encontradas en este terreno son menores en la medida en que este tipo de control se halla todavía en una etapa de desarrollo inicial en la mayoría de los países.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no reflejan necesariamente las de la OCDE o de los Gobiernos de los países miembros de esa organización. Traducción de Esther Benítez.

(1) Hay un análisis detallado en los estudios *Financial Innovations and Monetary Policy* y *Recent Innovations in International Banking*, publicados por el Banco Internacional de Pagos en 1984 y 1986, respectivamente.

(2) Estos títulos, por un importe unitario generalmente alto, se parecen más a valores realizables en el mercado que los depósitos tradicionales, y su plazo de amortización varía entre una decena de días (para los pagarés de empresa) y alrededor de tres años (en el caso de los certificados de depósito).

(3) Entre las más conocidas cabe citar los *bonos con liberación escalonada* (en los que el suscriptor no paga más que una parte del precio de emisión en el momento de lanzamiento, la otra parte es liberada posteriormente en fecha convenida), los *bonos prorrogables* (que pueden prorrogarse, pasada su fecha de amortización, a un tipo y durante un tiempo previstos en el momento de la emisión), los *bonos convertibles* (que pueden intercambiarse por obligaciones a tipo variable o viceversa), los *bonos de cupón único* (que no tienen más que un solo cupón, pagadero en el momento de la amortización) y los *bonos de cupón cero* (que no gene-

ran intereses, pues su rendimiento para el tenedor consiste únicamente en la diferencia entre el precio de rescate y el precio de emisión de los títulos).

(4) Estos mercados brindan la posibilidad de protegerse de las variaciones imprevistas de los tipos a corto plazo. Por regla general, se toma en ellos la misma posición que en el mercado al contado. Una empresa que proyecta, por ejemplo, emitir pagarés puede vender también «contratos de tipos» correspondientes a empréstitos teóricos llamados «nacionales» (como los bonos del Tesoro a corto plazo o los títulos de deuda pública a largo plazo). Si los tipos suben, el coste suplementario de la emisión de pagarés se verá compensado por una ganancia en el mercado a plazo, dado que el precio de los contratos de tipos vendidos por la empresa habrá bajado simultáneamente.

(5) Es el caso de las obligaciones a interés variable o revisable, introducidas para proteger a emisores y tenedores de los riesgos que las obligaciones a interés fijo hacen correr a unos y otros (peso excesivo de los intereses pagados por el emisor en caso de baja de los tipos, baja de las cotizaciones bursátiles para el tenedor en caso de alza de los tipos).

(6) Los *swap* de tipos de interés permiten transformar una deuda a interés fijo en deuda a interés variable y viceversa, o intercambiar tipos variables cuyo tipo de referencia no sea el mismo. El principio de estas operaciones de cobertura es que sólo se compren los intereses, sin transferir nunca el principal; cada una de las partes debe buscar, pues, capitales idénticos, aunque teniendo objetivos de tipos opuestos. Suele ocurrir que los *swap* de tipos de interés se emparejen con *swap* de divisas. Otra técnica de cobertura, la opción, consiste en un derecho de compra o venta de un título a un precio fijado de antemano. Según la fórmula, el comprador de la opción podrá ejercer ese derecho si la evolución de los tipos lo justifica, bien en la fecha de vencimiento de la opción, bien en cualquier momento anterior. En cuanto a los *future rate agreements*, permiten fijar un tipo de interés para un período futuro, pero, a diferencia de los instrumentos anteriores, sólo se refieren a las variaciones de los tipos (la operación se salda con el pago en efectivo de la diferencia entre el tipo garantizado y el tipo del mercado al final del período estipulado).

(7) Para un análisis más amplio, véase el estudio ya citado del BIP *Recent Innovations in International Banking*, así como M. FUKAO y M. HANAZAKI, «Internationalisation of Financial Markets: Some Implications for Macroeconomic Policy and the Allocation of Capital», *OECD Department of Economics and Statistics Working Paper*, núm. 37, noviembre de 1986.

(8) Cfr. notas 2 y 3.

(9) Cuentas NOW y super-NOW, remuneradas a tipos cercanos a los del mercado monetario. Estas cuentas, así como otras formas de colocación líquida, se han desarrollado con rapidez en el mercado estadounidense a consecuencia de la liberalización de los tipos de interés acreedores.

(10) Este punto ha sido examinado en detalle en P. ATKINSON y J. C. CHOURAQUI, «The Formulation of Monetary Policy: A Reassessment in the Light of Recent Experience», *OCDE Department of Economics and Statistics Working Paper*, núm. 32, marzo de 1986. Véase también, M. A. AKHTAR, «Financial Innovations and Their Implications for Monetary Policy», *BIS Economic Papers*, núm. 9, diciembre de 1983.

(11) Véase al respecto, M. A. AKHTAR, «Recent Changes in the Financial System: A Perspective on Benefits versus Costs», en *Shifting Frontiers in Financial Markets*, 1986, Martinus Nijhoff Publishers.

(12) Véase el artículo de Jacqueline GRAPIN, en *Le Monde*, 5 de mayo de 1987.

(13) Los resultados de los estudios empíricos sobre esta materia son, sin embargo, muy moderados. Véase, por ejemplo, S. NICKELL y S. WADHWANI, «Myopia, the "Dividend Puzzle", and Share Prices», *Discussion Paper*, núm. 272, Centre for Labour Economics, London School of Economics, 1987; así como D. WALKER, «Capital Markets and Industry», *Bank of England Quarterly Review*, diciembre de 1985.

(14) En realidad no existen más que unos cuantos estudios en este terreno. Entre los que defienden la idea de que los gastos de inversión y de investigación se ven afectados por la óptica a corto plazo de los mercados financieros, cabe citar a C. MAYER, «New Issues in Corporate Finance», Inaugural Lecture, London City University Business School, 1987, y A. BAIN, «Economic Commentary», *Midland Bank Review*, verano de 1987.

(15) Para más detalles, véase el estudio antes citado de P. ATKINSON y J. C. CHOURAQUI, «The Formulation of Monetary Policy: A Reassessment in the Light of Recent Experience», así como *Financial Innovations and Monetary Policy*, Banco Internacional de Pagos, 1984.

(16) En los dos países se ha modificado sensiblemente la normativa de autorización de emisión de activos financieros. Por ejemplo, en junio de 1985 se ha puesto en marcha en Japón un mercado de aceptaciones bancarias denominadas en yens. En diciembre de ese mismo año, el Bundesbank decidía flexibilizar su postura sobre las emisiones de certificados de depósito negociables denominados en marcos, aunque sometiéndolas a reservas obligatorias en la medida en que el plazo de amortización sea inferior a dos años.

(17) Este aspecto está examinado pormenorizadamente en J. C. MARQUARDT, «Financial Market Supervision: Some Conceptual Issues», *BIS Economic Papers*, núm. 19, mayo de 1987. Véanse, asimismo, *Threats to International Financial Stability*, colección de artículos compilada por R. PORTES y A. SWOBODA (Cambridge University Press, 1987), y J. SHAFFER, «Managing Crises in the Emerging Financial Landscape», *Revue économique de l'OCDE*, núm. 9, otoño de 1987.

INNOVACION FINANCIERA Y BANCA INTERNACIONAL

Richard HARRINGTON (*)

«Los prehistoriadores acostumbran a discutir sobre si las innovaciones se habían 'difundido' desde una única fuente o bien aparecieron espontánea e independientemente en distintos lugares, pero la complejidad de los antecedentes ha convertido a esta cuestión en una pérdida de tiempo y de energías.»

J. M. Roberts, *History of the World*.

I. INTRODUCCION

En ocasiones se ha sugerido que el reciente auge de la innovación en el sector financiero debe mucho al previo crecimiento de la banca internacional, que las innovaciones frecuentemente se ensayan primero en los menos controlados mercados internacionales y que luego, si tienen éxito, se introducen en los distintos mercados nacionales. De forma alternativa, cuando las innovaciones surgen en mercados domésticos, son rápidamente adaptadas en la banca internacional y desde ahí se extienden rápidamente hacia otros mercados domésticos. Según este enfoque, los grandes mercados financieros internacionales desempeñan un papel decisivo en el proceso de innovación siendo el origen de las novedades y/o actuando como medio de difusión de las mismas.

Este es el planteamiento que trataré de examinar en el presente trabajo. Para ello seguiré el siguiente plan: en la sección II analizaré el modo en que los economistas se han enfrentado tradicionalmente a la innovación. El tema no es nuevo, pues la innovación industrial ha sido durante mucho tiempo fuente de estudios y debates. En la sección III observaré más específicamente la innovación financiera y en qué sentido los intentos por analizarla difieren o se asemejan a los análisis contenidos en la menos reciente literatura sobre innovación industrial. Así preparado

el terreno, en la sección IV consideraré cuatro importantes innovaciones financieras: 1) certificados de depósito; 2) futuros financieros; 3) pagarés a interés flotante, y 4) acuerdos *swap* en divisas y tipos de interés, para comprobar hasta qué punto hemos de otorgar un papel importante a los mercados internacionales en la generación y/o difusión de estas innovaciones. La sección V aporta una breve conclusión.

II. EL ANALISIS DE LA INNOVACION INDUSTRIAL

La innovación financiera es un tema relativamente nuevo, pero la innovación como tal, usualmente ligada a la industria manufacturera, la producción de energía o la extracción de materias primas, ha sido durante mucho tiempo objeto de debate entre economistas y otros autores. Pero uno tiene la sensación de que los economistas, en épocas modernas, no se han sentido realmente a gusto con este tema. La innovación no se acopla fácilmente con otras ramas consagradas de la teoría económica, y en el caso de la teoría estándar (neoclásica) de la empresa, resulta más conflictiva que complementaria. Esta última teoría, ahora perfectamente enraizada en los libros de texto, ve a las empresas inmersas en un mundo fundamentalmente estático y en situación de reaccionar a los cambios externos a medida que ocurren, reaccionando usual y fundamentalmente mediante cambios de precios. Pero si bien la innovación puede constituir una reacción a los cambios en el entorno económico, también puede verse como una acción de la empresa para tratar de cambiar su entorno. En la práctica, las empresas no responden simplemente a unas pautas dadas de la demanda, sino que con frecuencia

tratan de crear nuevas demandas para los productos que pueden suministrar; tampoco las empresas aceptan necesariamente una situación dada de la competencia en el mercado, sino que precisamente tratan de innovar a fin de sobrepasar a sus competidores actuales y lograr un grado de poder en el mercado para sus propios productos.

Enfrentados a este problema inicial, los economistas han optado por describir y categorizar la innovación (por ejemplo, innovación de productos, innovación de procesos) y luego examinar teórica y empíricamente las relaciones entre estructura de mercado y comportamiento innovador o entre tamaño de la empresa y comportamiento innovador. No parecen haber dedicado mucho tiempo a contestar a la pregunta de por qué las empresas innovan. Se da por sentado que las acciones de las empresas están motivadas por la búsqueda de beneficios, y de ahí que introduzcan nuevos productos o procesos siempre que haya posibilidades de aumentar la rentabilidad. Una elaboración de este planteamiento se halla implícita en el intento por establecer una dicotomía en la innovación entre aquella inmediatamente originada en el «impulso científico» y la inmediatamente causada por el «empuje de la demanda»; esto es, las oportunidades de aumentar los beneficios mediante la innovación ¿proceden de cambios en las posibilidades de oferta, o bien de cambios en las demandas de clientes actuales y potenciales?

Este no es lugar apropiado para intentar un análisis de los resultados obtenidos por los economistas industriales sobre las relaciones entre estructura de mercado y capacidad innovadora o entre tamaño de la empresa y actividad innovadora. Son cuestiones que ya han sido analizadas exhaustivamente en otros lugares (1). En cuanto a la primera cuestión baste con decir que no existe consenso: puede sostenerse que una estructura industrial altamente competitiva conduce a la innovación, pero también puede afirmarse que es en situaciones de monopolio o de competencia restringida donde se generan grandes beneficios que luego permiten importantes desembolsos en investigación y desarrollo. Frente a esta situación ambigua, algunos autores han mantenido que es la situación intermedia de oligopolio —donde existe rivalidad interempresas, pero una competencia restringida en cuanto a precios— la que mejor provee tanto los incentivos para innovar como los recursos para financiar la investigación y el desarrollo. Los estudios empíricos no han conseguido resolver la cuestión y se han visto, a su vez, rodeados de otros problemas. Son muchas las

dificultades que conlleva tratar de definir o medir la innovación, por lo que numerosos estudios han optado por analizar el gasto de las empresas en investigación y desarrollo (esto es, el *input* en el proceso en vez del *output*) o bien el número de patentes obtenidas (algo que se sabe que da muy poca idea sobre el número de innovaciones comercialmente útiles). También está el familiar problema de tratar de sacar a la luz relaciones de causalidad cuando la experiencia demuestra que, como mucho, existen relaciones de asociación. Por consiguiente, si uno comprueba que en sectores dominados por grandes firmas oligopolistas se gasta mucho en investigación y desarrollo, ¿quiere ello decir, como algunos han sostenido, que el oligopolio facilita la innovación o más bien refleja el hecho de que, en ciertos sectores, las posibilidades tecnológicas son tales que provocan tanto un ritmo acelerado de innovación como la exigencia de que las grandes empresas se dediquen a ello? El oligopolio, e incluso el monopolio, puede ser tanto la consecuencia de la innovación como su causa.

Los estudios que han buscado una asociación entre el tamaño de las empresas y la actividad innovadora tampoco, por lo general, han conseguido resultados claros. Aparte de descubrir que parece haber un umbral mínimo imprescindible para que una empresa se dedique a la investigación y al desarrollo, los economistas han sido incapaces de demostrar ninguna asociación estrecha entre el tamaño de la empresa y el gasto en $I + D$, o entre el tamaño de la empresa y el número de patentes obtenido.

El estudio de estos temas prosigue y una serie de novedades recientes ofrecen posibilidades para una mejor comprensión del proceso innovador. Antes de pasar a la innovación financiera propiamente dicha, me gustaría mencionar brevemente dos trabajos recientes en este campo. En primer lugar, Pavitt y otros (1987), utilizando datos recogidos sobre más de 4.000 innovaciones comerciales significativas obtenidas en Gran Bretaña entre 1945 y 1983, someten a prueba la relación entre innovación y tamaño de la empresa. Y comprueban que la distribución de la actividad innovadora tiene forma de U: una tasa de innovación por encima de la media aparece entre pequeñas empresas (menos de 1.000 empleados) y grandes (más de 10.000 empleados), mientras que en las empresas de tamaño intermedio la tasa de innovación es inferior a la media. Estos datos corresponden exclusivamente a Gran Bretaña y, como todos los datos económicos, han de situarse en su contexto e interpretarse con prudencia. Sin embargo, resul-

tan significativos en cuanto que se ocupan directamente de la propia innovación y no de sucedáneos dudosos como el gasto en $I + D$ o el número de patentes obtenido.

En segundo lugar, hay un trabajo reciente de Metcalfe y Gibbons (1986) que resulta notable por lo que afirma sobre el marco teórico en el que usualmente analizamos la innovación. Los autores rechazan (a este fin) los modelos económicos convencionalmente estáticos poblados de empresas «representativas» y sostienen con fuerza que la teoría económica ha de captar la realidad industrial que ellos ven caracterizada por la variedad y el cambio. Las empresas son diferentes, los procesos de producción y, por tanto, los costes y beneficios son distintos, y son esas diferencias las que determinan un proceso de cambio permanente debido tanto a que las tecnologías más eficientes desplazan a las menos eficientes como a la propia búsqueda de tecnologías todavía más eficientes. En términos generales, este planteamiento no es nuevo, y los autores reconocen antecedentes en el trabajo de Schumpeter y otros autores, pero dada la importancia de la innovación, tanto general como financiera, en la economía moderna resulta necesario perfeccionar el marco del análisis y en este contexto el estudio de Metcalfe y Gibbons es bienvenido.

III. EL ANALISIS DE LA INNOVACION FINANCIERA

Si pasamos al estudio de la innovación financiera, inmediatamente nos encontramos con un panorama bien distinto. Aparecen ciertos nexos con la literatura existente sobre innovación industrial (por ejemplo, intentos por distinguir entre innovación de productos y de procesos), pero en general el tema se enfoca de modo distinto. En primer lugar, existe una preocupación por describir y clasificar qué es exactamente lo que ha ido sucediendo: las innovaciones se enumeran y con frecuencia se diferencian unas de otras con arreglo a uno u otro criterio. Esto resulta comprensible, dado que la innovación financiera reciente no sólo ha afectado a los tipos de «productos» financieros que se ofrecen y la formas en que las instituciones financieras los «producen», sino que también se ha asociado a importantes cambios en la estructura del sector de servicios financieros de distintos países.

En segundo lugar, existe auténtica preocupa-

ción por tratar de explicar las razones para que surjan innovaciones financieras. Los autores no han aceptado simplemente el hecho de que los bancos y demás entidades sean empresas que maximizan beneficios y que están dispuestos a innovar siempre que les parezca rentable, sino que han tratado de buscar causas más específicas, como evitar las reglamentaciones oficiales. Esto también resulta comprensible, dado el alcance y el ritmo de cambio en los servicios financieros durante los últimos años: o bien hay que aceptar que anteriormente los bancos no tenían el beneficio como motivación principal, o bien hay que admitir que, además de la búsqueda competitiva de beneficios, hoy día están involucrados otros factores.

En tercer lugar, ha habido relativamente poco interés por la influencia que la estructura del sector ha supuesto para la innovación. La cuestión no ha estado totalmente ausente en el análisis de la innovación financiera, pues algunos autores se han referido a la creciente competencia como uno de sus factores causales y, de forma más ocasional, se han efectuado comparaciones entre países en torno a este aspecto, pero lo cierto es que no ha sido un tema central de los debates, como ocurrió entre los economistas industriales. Más bien la preocupación se ha centrado en el sentido inverso de sus efectos: ¿de qué modo influye la innovación sobre la estructura del sector?

Se han citado diversos factores como determinantes de la innovación financiera. Los más importantes parecen ser los siguientes:

1. La elusión de limitaciones, sobre todo de reglamentaciones.
2. La reducción de costes.
3. La competencia creciente.
4. Las nuevas tecnologías.
5. La internacionalización de las finanzas.
6. Los cambios en el entorno de los mercados (por ejemplo, volatilidad de las tasas de inflación, de los tipos de interés y de los tipos de cambio).
7. Las medidas legislativas.

En la literatura pueden encontrarse otras muchas causas, más o menos específicas, pero por lo general pueden incluirse en alguna de las citadas (2).

Diversos autores insisten en una o varias de las citadas causas y cada una de ellas puede demostrarse que ha sido un factor importante en la inducción a la innovación en un determinado momento y en un lugar concreto. Pero es un error considerarlas de modo independiente o

separado: en su mayor parte guardan entre ellas una estrecha relación. Estamos tratando de un complejo desencadenamiento de acontecimientos que, combinados, han desembocado en la reciente ola de innovaciones financieras. Ello se evidencia fácilmente si consideramos en primer lugar el impacto de las nuevas tecnologías.

El desarrollo de la tecnología microeléctrica ha tenido implicaciones profundas en los bancos y otras instituciones financieras. Se trata de unos avances que se han producido fundamentalmente fuera del sector financiero, pero que han demostrado tener amplias aplicaciones dentro del mismo. Aquí tenemos un buen ejemplo de la innovación debida al «impulso científico».

La tecnología ha transformado todos los aspectos de la actividad bancaria. Veamos, en primer lugar, la banca al por menor. Los costes principales de este tipo de actividad bancaria proceden, sobre todo, de tres factores: 1) la necesidad de almacenar gran cantidad de información; 2) la necesidad de acceder a esa información con regularidad y rapidez actualizándola continuamente, y 3) la necesidad de llevar a cabo gran número de operaciones de modo regular. Se comprobó que todas estas funciones podían mecanizarse en cierto grado una vez que apareció la primera generación de grandes ordenadores. Al principio, los ordenadores estaban instalados al fondo de las oficinas, realizando los asientos y prestando asistencia en el tratamiento de algunas operaciones; pero a medida que la tecnología fue perfeccionándose, empezaron a instalarse a la vista del público y muchas más operaciones se automatizaron. El banco en la oficina y el banco en casa (esto es, la posibilidad de realizar toda una gama de operaciones automatizadas desde la oficina o el hogar) son modalidades que ya ofrecen muchos bancos. Se prevén nuevos avances (3), y bastantes autores se preguntan ahora durante cuánto tiempo seguirá siendo necesario la amplia red de sucursales de la banca al por menor (4).

La banca al por mayor depende también decisivamente de la moderna tecnología. La gran variedad de mercados a corto plazo no son otra cosa que mercados por vía telefónica cuya existencia se debe únicamente a la disponibilidad de: a) unas redes de telecomunicación eficientes; b) unos sistemas informáticos que proporcionan datos instantáneos sobre tipos de interés, tipos de cambio, etc.; c) unos programas de ordenador que permiten calcular rápidamente el valor de múltiples transacciones o series de operaciones; d) otros paquetes de *hardware* o

software que permiten a los bancos controlar permanentemente sus *ratios* activo/pasivo en constante oscilación. Si no se dispusiera de estas modernas ayudas tecnológicas existirían muchos menos mercados al por mayor, los costes de las operaciones serían más altos y su número sería inferior.

Todo esto es aplicable, *a posteriori*, a los mercados internacionales, que están constituidos por una red mundial de mercados por vía telefónica. Puede decirse que estos mercados son, en gran medida, producto de la moderna tecnología. Su existencia se debe, en efecto, a que la tecnología ha hecho al mundo más pequeño y ha eliminado el obstáculo de las distancias. Los avances en la aviación civil y en las telecomunicaciones y la aparición de los enlaces por satélite entre ordenadores constituyen cada uno de ellos factores decisivos en esta evolución.

Tales avances tecnológicos han reducido espectacularmente los costes y, en consecuencia, han hecho económicamente posibles nuevas modalidades. Así, los bancos pueden realizar operaciones a distancia y más allá de las fronteras nacionales, posibilitando muchos tipos de operaciones antes impracticables. De este modo muchas actividades bancarias, y de modo más general muchas actividades financieras, presentan ahora una mayor variedad tanto en forma como en ubicación geográfica. Y es de este simple hecho del que se derivan toda una serie de secuelas.

La reducción de costes y la internacionalización de las finanzas han aumentado inevitablemente la competencia en el sector. Muchas empresas no financieras han descubierto el atractivo de introducirse en el sector; numerosas entidades financieras existentes han optado por aumentar el número de servicios ofrecidos, de forma que las tradicionales demarcaciones entre intermediarios han perdido su importancia; los bancos y agentes de bolsa extranjeros se han convertido en activos competidores en muchos mercados nacionales. Se ha producido una fuerte interpretación de los mercados, lo que ha incrementado la competencia, especialmente en la actividad mayorista; los márgenes se han reducido y la innovación se ha utilizado con frecuencia como arma competitiva, sobre todo por los recién llegados, que tratan de establecerse sólidamente.

Estas nuevas posibilidades abiertas a los bancos son las que han permitido que se esquiven con más facilidad ciertos tipos de reglamentaciones oficiales. Ello ha provocado cambios en las reglamentaciones de muchos países y, a su

vez, ha constituido un factor de permisividad en cuanto a la aparición de todavía más innovaciones. El papel de la innovación financiera como medio de evitar pesadas reglamentaciones ha sido resaltado por distintos autores. Silber (1975, 1983) y Ben-Horim y Silber (1977) consideran esto como causa fundamental de la innovación financiera y su opinión ha sido apoyada por De Boissieu (1986a, 1986b). Aquí puede formularse una sólida argumentación, pero es necesario situarla en el contexto apropiado.

La mayoría de las reglamentaciones sobre los bancos no han sido evitadas ni es probable que, en su mayor parte, vayan a serlo. Es el caso del ahora muy considerable volumen de reglamentaciones sobre el principio de prudencia aplicable a los bancos. Las disposiciones que se evitan comúnmente son aquellas que se aplican no por su relevancia para el sector bancario, sino porque los bancos constituyen un vehículo perfecto para la política macroeconómica o para cualquier otro objetivo gubernamental. Estas normas, como los techos a los tipos de interés y el control de créditos, son inevitablemente consideradas arbitrarias por los bancos y tanto ellos como sus clientes disponen con frecuencia de incentivos para evitarlas en lo posible. La tecnología está posibilitándolo ahora, de forma que la política monetaria ha tenido que adaptarse a fin de no depender de restricciones arbitrarias.

Parece interesante preguntarse hasta qué punto es similar la innovación financiera a la innovación en otros sectores. Es evidente que las empresas están tan motivadas por el beneficio como puedan estarlo las empresas de cualquier otra rama de actividad. La tecnología ha desempeñado un papel crucial en muchas innovaciones financieras al igual que ha sucedido con las innovaciones en otros sectores. La competencia parece haber sido un acicate para la innovación, pero también la innovación en los servicios financieros ha servido, con frecuencia, para fomentar la competencia desmantelando aquellas barreras que previamente sirvieron para aislar mercados y para permitir a las instituciones locales un cierto grado de poder en el mercado. En cuanto a las diferencias entre las finanzas y otros sectores habría que indicar que los bancos se han visto tradicionalmente sometidos a más controles de naturaleza aparentemente arbitraria (en opinión, sobre todo, de los propios bancos) y que ésta ha sido la causa inmediata de muchas innovaciones. En segundo lugar, si bien es cierto que todos los bienes y servicios presentan una amplia gama de características y que existe margen para poder variarlas, probablemente también es cierto que en las fi-

nanzas el margen de posibilidades de variación en las características de los activos o contratos es hoy día excepcionalmente amplio, dado lo fácil que resulta variar la forma de las operaciones financieras. Así, por ejemplo, si los depósitos a un día con intereses no se hubieran permitido, el objetivo de esa modalidad financiera también se hubiera podido lograr en forma de contratos de compra.

Finalmente, ¿cuál es el papel en todo esto del mercado internacional? Claramente se desprende de lo que aquí se ha dicho que la internacionalización de las finanzas ha tenido un impacto de amplio alcance sobre la banca y que ha sido un factor determinante en toda una serie de innovaciones. Pero la cuestión de si los mercados internacionales por sí mismos han desempeñado un papel clave como fuente de innovación o medio de difusión de la misma ya no está tan clara. Para que se haga algo de luz en esta cuestión es necesario observar con más detalle algunas innovaciones concretas.

IV. CASOS PRACTICOS: CUATRO INNOVACIONES FINANCIERAS ESPECIFICAS

Las cuatro innovaciones que he decidido considerar son: 1) los certificados de depósito; 2) los futuros financieros; 3) los pagarés a interés flotante, y 4) los acuerdos *swap* en divisas y tipos de interés. Su elección se ha debido a toda una serie de razones: las cuatro constituyen innovaciones importantes; todas ellas han originado nuevos instrumentos financieros; todas han demostrado ser duraderas o parecen capaces de serlo, y, finalmente, su aparición se ha producido a lo largo de un período bastante amplio. Si los certificados de depósito se introdujeron en 1961, los acuerdos *swap* en divisas y tipos de interés empezaron a tener importancia veinte años más tarde.

1. Certificados de depósito

Los certificados de depósito (CD) son instrumentos negociables a corto plazo que los bancos emiten, en su mayoría, con vencimientos máximos de un año. Fueron los bancos de Nueva York los primeros que empezaron a emitirlos, allá por el año 1961. Aunque ésta no fue la primera vez que los bancos emitían instrumentos a corto plazo que eran formalmente negociables (5), ésta fue la primera ocasión, en los tiempos modernos, en que se emitía un papel banca-

rio que era negociable tanto en la práctica como en la teoría y para el cual se establecía un mercado secundario organizado. Los CD son un instrumento de provisión de fondos desde el punto de vista de los bancos, por lo que su invención ha de deberse a una preocupación por obtener más fondos o por obtenerlos de modo más eficiente.

Y así ha sido en realidad. Durante los años cincuenta los bancos comerciales de Estados Unidos estaban perdiendo cuotas de mercado en favor de otras instituciones, como las cajas de ahorros, las *savings and loans associations* (cajas de préstamo y ahorro por acciones con garantía) y las entidades de financiación. Los problemas eran especialmente serios para los bancos de Nueva York. El crecimiento de los depósitos era incluso inferior al de los bancos comerciales en cualquier otro lugar del país, al tiempo que tenían que enfrentarse a una fuerte demanda de préstamos de las numerosas empresas clientes con sede en Nueva York. Debido a la legislación, tanto federal como estatal, los bancos neoyorquinos no podían abrir sucursales captadoras de depósitos fuera de los límites de la ciudad (6), y si bien podían esperar que al tiempo que captaban depósitos al por menor recogerían depósitos de sus grandes empresas clientes, estas últimas mostraban una cierta predisposición por los pagarés del Tesoro como activo de gran liquidez y alta rentabilidad. Conviene recordar que, en aquellos tiempos todos los bancos estadounidenses tenían prohibido pagar intereses por depósitos a plazo inferiores a treinta días.

El CD fue una respuesta imaginativa a las limitaciones impuestas a los bancos de Nueva York. Constituía un medio de competir con los pagarés del Tesoro de Estados Unidos, puesto que era también un instrumento líquido y negociable que podía rendir un tipo de interés de mercado. Así pues, de esta forma se podían atraer grandes depósitos del sector empresarial dentro de la ciudad de Nueva York; pero además, como los CD eran negociables, podían venderse entre los inversores y no había forma de limitar a los tenedores a una sola área geográfica. Los CD, en efecto, constituyeron un medio de eludir las restricciones a la captación de depósitos; se podían vender por medio de intermediarios en todo el país, y así los bancos de Nueva York podían competir por el dinero al por mayor en cualquier lugar de Estados Unidos.

Es evidente que los CD fueron una específica innovación estadounidense concebida para hacer frente a las circunstancias de un sector con-

creto de la banca de ese país en un momento preciso. Su aparición debió muy poco a la nueva tecnología —el uso de ordenadores estaba entonces en sus inicios— y sí mucho a la voluntad de eludir los controles oficiales. El mercado internacional no participó en la innovación, pero iba a verse involucrado en su difusión.

Los CD se introdujeron en 1961 en Nueva York y pronto se hicieron populares. En 1966 aparecieron en Londres los CD en dólares; el mercado creció de forma sostenida y también aumentó el número de bancos que emitían y operaban con este instrumento. Muchos bancos no estadounidenses obtuvieron entonces una experiencia de primera mano con esta nueva modalidad financiera.

La primera emisión en Londres de CD en esterlinas se produjo en 1968, introduciéndose al año siguiente en Australia. Los bancos de muchos otros países empezaron a emitir de modo ocasional CD en los años setenta, pero ha sido en épocas más recientes, a principios de los años ochenta, cuando se ha producido una repentina explosión en la emisión de CD no denominados en dólares. En Suecia aparecieron en 1980, en Italia en 1982, en Francia en 1985 y en Alemania Federal en 1986.

Hoy día los certificados de depósito se hallan perfectamente establecidos en la mayoría de los países desarrollados. Constituyen un buen ejemplo de una innovación que ha tenido éxito en circunstancias muy distintas a las que la vieron nacer. En primera instancia, los CD fueron un medio por el que las sucursales bancarias de Nueva York podían eludir determinadas restricciones específicamente estadounidenses; a largo plazo, ha sido la doble ventaja que ofrecen como dinero a plazo para los bancos y como activo líquido para los inversores lo que les ha asegurado un papel principal en tantos y tan distintos sistemas financieros. No han sido un producto del mercado internacional, pero a los cinco años de su introducción en Estados Unidos su consolidación internacional era un hecho y parece plausible atribuir al mercado internacional un papel importante en la difusión de esta innovación en otros países.

2. Futuros financieros

Las operaciones a plazo en divisas entre los bancos y sus clientes y entre los propios bancos son algo corriente desde hace mucho tiempo, pero la organización de un mercado de futuros en divisas (esto es, de contratos a plazo estandarizados y negociables) data de 1972. Ese año se

admitieron por primera vez a cotización estos contratos en la Bolsa Mercantil de Chicago. Tres años más tarde, en octubre de 1975, los primeros contratos de futuros sobre tipos de interés aparecieron en la Lonja Principal de Chicago. A partir de entonces empezaron a introducirse otros tipos de contratos, no todos ellos con éxito. En 1982 se presentó un contrato sobre un índice para las acciones de capital. También en 1982 la Bolsa Internacional de Futuros Financieros de Londres empezó a negociar toda una serie de contratos sobre tipos de interés y divisas. A mediados de 1987 los futuros financieros se negociaban ya en Bolsas de Australia, Canadá, Francia, Hong-Kong, Japón, Países Bajos, Nueva Zelanda, Singapur, Gran Bretaña y Estados Unidos, y en 1988 está prevista la apertura de una Bolsa de este tipo en Suiza.

En términos de volumen, los mercados estadounidenses tienen una posición dominante. En 1986 solamente la Lonja Principal de Chicago negoció más de 100 millones de contratos, en comparación con los aproximadamente 6,5 millones de contratos que pasaron por el mercado de Londres. La mayor actividad se da en los contratos sobre obligaciones públicas, especialmente sobre los bonos del Gobierno de Estados Unidos, los eurodólares a tres meses y una serie de monedas cotizadas frente al dólar.

Los futuros financieros se han implantado rápidamente como una de las más importantes modalidades de las modernas finanzas y, por tanto, han de ser calificados como una innovación de gran éxito. Es un instrumento que permite a los agentes económicos protegerse frente a determinados riesgos o especular. Tales riesgos están en las oscilaciones de precio de activos tales como pagarés, bonos, depósitos a plazo, divisas y activos sintéticos como el índice de cotizaciones de una Bolsa. El éxito de los futuros financieros se atribuye usualmente a la volatilidad en los precios de muchos de estos activos desde principios de los años setenta, lo que ha aumentado la conveniencia de buscar instrumentos protectores. Evidentemente, es cierto que en una época de tipos de cambio flotantes y elevada inflación tanto los tipos de interés como los tipos de cambio han mostrado una gran inestabilidad.

Pero esto es sólo una parte de la historia. La mayoría de los riesgos que pueden encontrar cobertura en los futuros financieros también la pueden lograr por otros medios, y así ha sucedido durante mucho tiempo. Pensemos en el caso de un exportador alemán que tiene que recibir dólares USA al cabo de seis meses y se muestra

preocupado por la posibilidad de que el dólar pierda valor. Puede recurrir a un contrato de futuros, con un desembolso inicial muy pequeño, para vender los dólares con seis meses de antelación. De esta forma sabe lo que recibirá en marcos alemanes dentro de seis meses y ya no corre riesgo alguno ante la variación de los tipos de cambio. Pero esa misma situación puede lograrse por otros medios. El exportador puede solicitar un préstamo en dólares ahora, cambiarlos a marcos alemanes en el mercado al contado e invertir el producto de la operación a corto plazo en Francfort. A los seis meses, los ingresos en dólares pueden utilizarse para amortizar el préstamo en dólares, con lo que la posición en marcos alemanes del exportador ha quedado fijada por adelantado. Tampoco en este caso ha habido ningún riesgo por los tipos de cambio. De igual manera, un importador alemán que tiene que pagar en dólares dentro de seis meses puede obtener un préstamo en marcos alemanes ahora, venderlos al contado por dólares e invertir estos últimos a corto plazo en Nueva York. Se ha creado así una operación sintética a plazo.

La posición es similar cuando se trata de protegerse frente a riesgos en los tipos de interés. Comprando en el mercado al contado con dinero prestado, un inversor puede lograr una posición muy similar a la conseguida con la compra de futuros en bonos. Vendiendo a corto en el mercado al contado y prestando el dinero, el inversor puede estar en situación muy similar a la lograda con la venta de futuros en bonos. Es necesario añadir que estos contratos sintéticos a plazo por lo general sólo pueden concertarse en horizontes a corto plazo. Pero hasta la fecha el mayor movimiento en los mercados de futuros ha estado en los contratos de próximos vencimientos. Los futuros financieros se están utilizando, sobre todo, para asegurar posiciones financieras que hubiera podido obtenerse por otros medios.

Entonces, ¿por qué tienen tanto éxito? La respuesta está en que la nueva tecnología ha posibilitado nuevas formas de cumplir viejos objetivos a un coste mucho más bajo. Con el establecimiento de un mercado central en el que todas las operaciones se convierten en operaciones con el propio mercado, los costes de crear posiciones y desvirtuarlas se han reducido enormemente. Los futuros financieros pueden considerarse como un medio de crear liquidez a bajo coste (7).

Este es otro ejemplo de una innovación procedente de Estados Unidos. Los futuros financie-

ros fueron introducidos en Chicago por bolsas que ya tenían una experiencia anterior en el mercado de futuros con mercancías. A finales de los años setenta, la utilización de los nuevos mercados se hizo internacional y fue el interés creciente de bancos y agentes de Bolsa en todo el mundo el que estimuló el auge de los nuevos mercados de futuros financieros dentro y fuera de Estados Unidos. Esto demuestra de nuevo que con la presente internacionalización de las finanzas, las nuevas iniciativas, sea cual sea el lugar donde aparezcan, serán probablemente copiadas rápidamente. Ha de advertirse también que algunos de los futuros financieros de mayor actividad negociadora son aquellos en los que el activo base se negocia a su vez a nivel mundial. Un ejemplo claro de ello son los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que en la actualidad se negocian al contado muy activamente fuera de Estados Unidos, estando admitidos a cotización en las Bolsas de futuros de Londres, Singapur y Sydney. También ha comenzado la negociación de futuros en bonos del Gobierno japonés fuera del Japón después de la internacionalización de la negociación al contado de tales bonos.

3. Pagarés a interés flotante

Los primeros pagarés a interés flotante (*floating-rate notes*, FRN) se emitieron en 1970. Fueron esencialmente una respuesta al alza de los tipos de interés y a la cada vez mayor resistencia de los inversores a aceptar los riesgos de las obligaciones a interés fijo. Los FRN trasladan el riesgo del tipo de interés al prestatario, y en esto constituyen el equivalente en el mercado de capitales a los préstamos a interés variable de los bancos. El ritmo de crecimiento de las emisiones fue sólo modesto hasta el año 1974, cuando los bancos empezaron a emitir grandes cantidades de FRN. Parece que esto fue una respuesta a la turbulencia de los mercados financieros durante un período de varios meses en ese año a raíz de la quiebra del banco Herstatt en Alemania. Por esa época, distintos bancos experimentaron serias dificultades para obtener fondos al por mayor y la mayoría de ellos sólo lo conseguían abonando unos tipos de interés relativamente elevados. Los FRN se vieron como un medio de conseguir fondos a largo plazo y de hacerlo sin perjudicar el equilibrio de tipos de interés entre activo y pasivo. Además, en el caso de algunos bancos y bajo ciertas condiciones, los FRN resultaban instrumentos aceptables para las autoridades bancarias como medio de captación de capitales.

Los propios bancos han sido importantes in-

versores en FRN, por lo que el mercado ha actuado en ocasiones como otro medio de préstamos interbancarios. Las emisiones de entidades bancarias y no bancarias crecieron rápidamente desde principios de los años ochenta hasta 1985, cuando el total emitido ascendía a casi 56.000 millones de dólares. Sin embargo, en 1986 se produjo un importante declive. Debido al crecimiento de otras fuentes alternativas de fondos a disposición de los prestatarios, tanto en forma de papel a corto plazo como de acuerdos *swap* sobre tipos de interés, los márgenes de los FRN se redujeron. Estos márgenes, tradicionalmente expresados como porcentajes por encima del LIBOR, se convirtieron en 1986 en porcentajes por debajo del LIBOR, y en el caso de dos prestatarios soberanos, las emisiones se concertaron con intereses por debajo del LIBID. Empezando por los FRN perpetuos para luego extenderse a la totalidad del mercado, se produjo una reacción de fuertes ventas del papel en circulación. Las operaciones se hicieron difíciles y el FRN se convirtió en un activo poco líquido. En el primer trimestre de 1987 las nuevas emisiones descendieron a menos de 3.000 millones de dólares. Parece que posteriormente se ha producido un cierto aumento, pero en general el mercado se ha mantenido deprimido (8).

El aumento de las emisiones de FRN puede verse como ejemplo de una innovación en respuesta a circunstancias económicas cambiantes. Su inicial desarrollo debió mucho a unos tipos de interés elevados y volátiles. Su rápido crecimiento después de 1974 se debió a un cambio en las necesidades bancarias de financiación a medio y largo plazo. Los FRN son claramente un producto del mercado internacional y su éxito provocó la emisión de instrumentos similares en muchos mercados financieros nacionales (9).

4. Acuerdos *swap* sobre divisas y tipos de interés

Los *swap* en divisas y tipos de interés se desarrollaron en los años ochenta a partir de prácticas anteriores con préstamos paralelos o recíprocos destinados a eludir las normas sobre control de cambios. Estos últimos eran utilizados, por ejemplo, por empresas británicas que tenían recursos en libras, pero a quienes las normas sobre control de cambios les impedían cambiar esos recursos en la divisa que deseaban al tipo de cambio usual. Si lograban encontrar una firma extranjera con recursos en la divisa que les interesaba y deseaba de obtener libras, se podía concertar el préstamo paralelo.

Estos préstamos paralelos debían adaptarse

a las circunstancias de cada caso individual y resultaban costosos de concertar. A principios de los años ochenta se generalizó la idea de englobar una serie de intercambios de compromisos entre empresas, intercambios sobre todo de flujos de intereses, pero también en ocasiones del principal de los préstamos. De esta forma, los bancos y las empresas no financieras podían llegar a un arbitraje entre distintas clasificaciones de crédito en distintos mercados. Así, una empresa que necesitaba dólares, pero cuya clasificación crediticia era mejor en Suiza, podía tomar francos suizos a préstamo, cambiarlos por dólares en el mercado de divisas y luego tocar sus obligaciones futuras de reembolso en francos suizos por una serie equivalente de pagos en dólares. Se comprobó que de esta forma, con cada una de las partes en la operación obteniendo préstamos allí donde tuviera mayores ventajas comparativas, se podían reducir los costes de los préstamos. Los *swap* no se producían solamente, o no de modo fundamental, entre flujos de pagos en distintas monedas. Se podía efectuar un arbitraje entre distintas clasificaciones crediticias en distintos mercados nacionales o entre distintos segmentos del mercado internacional, pero utilizando en ambos la misma moneda. Así, se han hecho comunes los acuerdos *swap* entre pagos a interés fijo y un flujo de pagos a interés flotante.

Inicialmente, los *swap* se negociaban individualmente con un banco que operaba con ambos interlocutores y que cobraba una comisión. La necesidad de equiparar las necesidades de los dos interlocutores hacía que las negociaciones fueran lentas y costosas. Pero pronto se dieron cuenta los bancos de que se podían cubrir los compromisos *swap* mediante una serie apropiada de operaciones a plazo o con futuros. A partir de entonces varios grandes bancos empezaron a operar en lo que se denomina *warehousing swap*, que en la práctica significa estar dispuesto a concertar *swap* directamente entre ellos y un único interlocutor cubriendo sus propios riesgos y luego, quizá más adelante, concertar un nuevo *swap* compensador con otro interlocutor y liberar sus medidas de cobertura provisionales. En 1985, la International Swap Dealers Association y la British Bankers' Association elaboraron un conjunto estandarizado de cláusulas de negociación y de documentos para los *swap* sobre tipos de interés. Hoy día las cotizaciones sobre *swap* están permanentemente disponibles y las operaciones se conciertan en muy poco tiempo. Igualmente, distintos bancos están empezando a ofrecer variantes ampliadas

del producto estándar, como los *swap* a plazo y las opciones sobre *swap*.

El mercado ha crecido con rapidez. Los *swap* sobre tipos de interés en circulación a finales de 1986 se han estimado en aproximadamente 350.000 millones de dólares, mientras que los *swap* en divisas se sitúan entre 80.000 y 100.000 millones de dólares (10).

La innovación que representan los *swap* constituye en gran medida un producto de los mercados internacionales. Sus orígenes pueden estar en la elusión de determinadas regulaciones oficiales, pero su papel y su objetivo pronto fue más allá de eso. En algunos casos, los *swap* son sólo un modo más eficiente de hacer algo que puede conseguirse por otros medios. Por ejemplo, un *swap* en divisas puede perfectamente reproducirse con una serie de operaciones en futuros en divisas. Así que en este caso, como en el de los futuros financieros, debemos considerar la actual actividad del mercado de *swap* como un producto de la moderna tecnología, que permite calcular de modo inmediato los tipos y realizar con rapidez operaciones compensatorias de cobertura. Los *swap* constituyen también un buen ejemplo de cómo el crecimiento de un mercado financiero estimula el de otros, pues ha sido el crecimiento de los grandes mercados líquidos de futuros en bonos y divisas lo que ha facilitado esta rápida cobertura con las operaciones *swap*.

V. CONCLUSION

En la sección precedente me he limitado a examinar cuatro de las múltiples innovaciones financieras aparecidas en los últimos años. Cada una de las estudiadas puede calificarse como una innovación de importancia considerable, pero es evidente que existen otros productos o técnicas nuevas, también muy importantes, que por razones de espacio he pasado por alto. De las cuatro innovaciones tratadas, dos se originaron en Estados Unidos y las otras dos en los mercados internacionales. Si ampliáramos la lista de innovaciones consideradas seguramente no se alteraría demasiado tal panorama: la mayoría de las innovaciones de los últimos años ha tenido uno de estos dos orígenes. Y de los dos, Estados Unidos ha sido probablemente el de mayor importancia.

Distintos autores han estudiado la innovación financiera en Estados Unidos (11). Si se toman en consideración no sólo instrumentos o merca-

dos totalmente nuevos, sino también cambios menores en instrumentos financieros preexistentes, la lista de innovaciones resulta muy extensa. Por ejemplo, John Wenninger (1984) enumera no menos de 62 innovaciones, la mayoría de ellas procedentes de Norteamérica. Parece que ha de existir una serie de razones que justifiquen el carácter tan innovador del sistema financiero norteamericano. En primer lugar, Estados Unidos es el mercado financiero nacional más grande y más desarrollado. Segundo, los bancos estadounidenses han estado sometidos tradicionalmente a una serie de limitaciones, muchas de las cuales no se han aplicado en otras partes. Ya he explicado en la sección II cómo la moderna tecnología ha permitido una gran capacidad de variación a los instrumentos financieros, tanto en forma como en ubicación geográfica. En Estados Unidos resultó probablemente inevitable que se utilizaran la nueva tecnología para eludir controles como el Reglamento Q o las restricciones a la actividad bancaria interestatal. De hecho, una gran parte del crecimiento inicial de los mercados internacionales puede explicarse por las actividades de los bancos estadounidenses en el extranjero, donde ejercían aquellas actividades que tenían vetadas en casa (12). Por último, habría que mencionar, quizá, el factor cultural. Es bien sabido que si un cierto grado de regulación puede estimular la innovación financiera, un exceso de aquélla lo que hará es matarla. Los bancos estadounidenses estaban sometidos a una serie de controles específicos, pero lo que no existía era un control general centralizado por parte de las autoridades públicas hasta el punto de que hiciera impensables tales innovaciones sin el consentimiento oficial. Los bancos en Estados Unidos operan en un entorno en el que la explotación de los vacíos legales no solamente es permisible, sino hasta socialmente aceptable. Y no puede decirse lo mismo de muchos países europeos (13).

Teniendo en cuenta que el dólar hace mucho tiempo que es la moneda más importante en la actividad bancaria internacional y que los bancos y sociedades inversoras estadounidenses desempeñan un papel fundamental en las finanzas internacionales, resulta inevitable que las innovaciones aparecidas en Estados Unidos se trasladen con frecuencia al mercado internacional. Claro que también ha habido otras influencias. Por ejemplo, la primera emisión de eurobonos fue realizada por un banco de negocios británico y precisamente por un banco (Warburgs) que tenía un conocimiento preciso del sistema de emisiones y operaciones en bonos tradicio-

nal entre los bancos universales alemanes. El crecimiento de las operaciones en eurobonos fue un paso más hacia la banca universal siguiendo los modelos alemán y suizo. También puede señalarse que si bien los préstamos *roll-over* se originaron en el mercado internacional, la práctica bancaria de prestar a tipos de interés variables ya era común en varios países europeos, así como en Australia y Nueva Zelanda.

Los propios mercados internacionales han sido la fuente de numerosas innovaciones financieras. Nacidos de la nueva tecnología, potencialmente móviles en su ubicación y libres de las ataduras de las políticas monetarias nacionales, estos mercados han tenido usualmente gran rapidez de reflejos para soslayar cualquier obstáculo a su eficiente funcionamiento, lo cual no tiene nada de sorprendente. Los mercados internacionales, por definición, agrupan a bancos y otras instituciones financieras de muy distintas tradiciones y experiencias. Con su mayor capacidad tecnológica y la confrontación entre ideas muy distintas, estos mercados se han convertido en algo parecido a un crisol de culturas y experiencias. En ocasiones originan nuevas soluciones a problemas, pero inevitablemente sirven también para difundir nuevas ideas de todas las procedencias. La banca internacional ha significado, en primer lugar, una interpenetración en los mercados respectivos de cada entidad para que luego surgiera una tendencia progresiva hacia un mercado financiero mundial en el que los mercados nacionales fueran perdiendo sus tradicionales barreras protectoras. En tales circunstancias, es inevitable que las nuevas ideas se propaguen rápidamente y que aparezcan innovaciones similares en países que no hace tanto tiempo parecían tener sistemas financieros muy distintos.

En esta situación, uno puede buscar las causas de las innovaciones financieras, pero lo que normalmente hallará es un complejo panorama en el que distintos factores y diferentes influencias han desempeñado cada uno su papel. Al igual que otros autores, he tratado de atribuir más causas a las innovaciones analizadas anteriormente, pero en muchos casos se trata sólo de causas inmediatas y siempre se pueden rastrear otras influencias y factores coadyuvantes. Los mercados internacionales, en sí mismos los más importantes de todos los innovadores modernos, se han convertido en una nueva fuente de innovación, pero también en el medio para difundir con rapidez las nuevas ideas y técnicas sea cual sea su procedencia. En última instancia, lo que tenemos ante nosotros es un espectacular «impulso científico»: la tecnología ha empe-

queñecido al mundo y ha hecho posibles cosas que antes ni se imaginaban. Ello ha determinado cambios profundos en las finanzas, al igual que en otras áreas de la vida económica y política, y es de esperar que en el futuro sigamos viendo nuevos y espectaculares avances de todo orden.

NOTAS

(*) Trabajo preparado para la conferencia sobre Innovación Financiera, que se celebró en Madrid del 8 al 10 de octubre de 1987, organizada por la Fundación FIES y la Fondation Internationale des Sciences Humaines.

(1) Véanse, por ejemplo, los capítulos al respecto en DEVINE y otros (1985), GEORGE y JOLL (1983) y SAWYER (1985).

(2) Por ejemplo, WOJNIOLOWER (1980) sostiene decididamente la importancia de los topes al crédito en Estados Unidos, pero se trata de medidas que pueden considerarse como una forma de limitación oficial, aunque su aplicación sea intermitente.

(3) Las transferencias electrónicas de fondos en el punto de venta (EFT/POS) hace tiempo que están previstas y siguen siendo objeto de experimentación en muchos países.

(4) Véase, por ejemplo, LLEWELLYN (1985).

(5) Con anterioridad, los bancos de varios países europeos habían emitido activos financieros que eran formalmente negociables. Por ejemplo, los bancos de Luxemburgo habían emitido certificados al portador denominados en francos luxemburgueses desde principios de los años cincuenta.

(6) El derecho de los bancos neoyorquinos a abrir sucursales en cualquier lugar del Estado solamente les fue concedido en la ley sobre apertura de sucursales en todo el Estado de 1971 y no entró plenamente en vigor hasta enero de 1976.

(7) Esta posición se sostiene con todo vigor en COOPER (1986).

(8) Para más detalles sobre la evolución de los FRN en 1986 y principios de 1987, véase Bank for International Settlements (1987) y Bank of England (1987b).

(9) Algunos ejemplos de novedades financieras a nivel nacional que siguieron el ejemplo de los FRN se citan en el capítulo 3 de HARRINGTON (1987).

(10) Véase Bank of England (1987a).

(11) Véase, por ejemplo, SILBER, *op. cit.*, y WENNINGER (1984).

(12) Esta tesis la desarrolla, entre otros, JOHNSTON (1983).

(13) La importancia de los factores culturales ha sido resaltada por BOISSIEU (1986b).

BIBLIOGRAFIA

Bank for International Settlements (1987): *Fifty-seventh Annual Report 1986/87*, Basilea.

Bank of England (1987a): «Recent Developments in the Swap Market», *Bank of England Quarterly Bulletin*, volumen 27, núm. 1 (febrero).

— (1987): «Developments in International Banking and Capital Markets in 1986», *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 27, núm. 2 (mayo).

BEN-HORIM, M., y SILBER, W. (1977): «Financial Innovation: A Linear Programming Approach», *Journal of Banking and Finance*, núm. 1.

COOPER, I. (1986): «Innovations: New Market Instruments», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 2, núm. 4 (invierno).

DE BOISSIEU, C. (1986a): «Les Innovations Financières en France», *Revue d'Economie Politique*, núm. 5.

— (1986b): «Quelques Réflexions sur l'Analyse Economique des Innovations Financières», *Economie Appliquée*, número 3.

DEVINE, P. J.; JONES, R. M.; LEE, N., y TYSON, W. J. (1985): *An Introduction to Industrial Economics*, quinta edición, George Allen and Unwin, Londres.

GEORGE, K. D., y JOLL, C. (1983): *Industrial Organization: Competition, Growth and Structural Change*, tercera edición, George Allen and Unwin, Londres.

HARRINGTON, R. L. (1987): *Asset and Liability Management by Banks*, OCDE, París.

JOHNSTON, R. B. (1983): *The Economics of the Euro-Market*, Macmillan, Londres.

LLEWELLYN, D. T. (1985): *The Evolution of the British Financial System*, The Institute of Bankers, Londres.

METCALFE, J. S., y GIBBONS, M. (1986): «Technological Variety and the Process of Competition», *Economie Appliquée*, núm. 3.

PAVITT, K.; ROBSON, M., y TOWNSEND, J. (1987): «The Size Distribution of Innovating Firms in the U. K.: 1945-1983», *Journal of Industrial Economics*, vol. XXXV, número 3 (marzo).

SAWYER, M. C. (1985): *The Economics of Industries and Firms*, segunda edición, Croom-Helm, Londres.

SILBER, W. (1975): «Towards a Theory of Financial Innovation», en SILBER, W. (ed.): *Financial Innovation*, D. C. Heath, Lexington.

— (1983): «The Process of Financial Innovation», *American Economic Review* (mayo).

WENNINGER, J. (1984): «Financial Innovation in the United States», en *Financial Innovation and Monetary Policy*, Bank for International Settlements, Basilea.

WOJNIOLOWER, A. (1980): «The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1.

INNOVACION FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONOMICO

Rosa M.^a GELPI

Como es sabido, una de las principales características de la evolución de los mercados financieros de estos últimos años ha sido la intensidad de la innovación financiera. Me gustaría insistir sobre uno de los temas que se trata en otros artículos de este número: me refiero a las ventajas y los inconvenientes de la innovación financiera, es decir, ¿podemos considerar que el balance es globalmente positivo o, al contrario, que amenaza una situación económica particularmente frágil? La respuesta no me parece en absoluto evidente. Se trata, hasta cierto punto, de una experiencia histórica y, por tanto, tendrán que transcurrir aún varios años hasta que podamos darnos cuenta de las complejas consecuencias e implicaciones de la actual revolución financiera. El análisis de experiencias pasadas nos ofrece, sin embargo, algunas enseñanzas. Por descontado, como dice Didier Bruneel en su artículo (pág. 72), no es la primera vez que se producen innovaciones financieras importantes. Podemos también decir que las innovaciones financieras han sido indispensables para financiar el crecimiento económico. Sin innovaciones financieras no habría habido crecimiento económico. Los instrumentos financieros se han transformado continuamente para adaptarse a las necesidades de la expansión, la han seguido y la han favorecido.

Pero la experiencia histórica nos enseña también que las consecuencias de las innovaciones financieras, podría decirse de las revoluciones financieras, no siempre han sido positivas. Cabe también destacar, cuando se mira un poco hacia el pasado, que el hecho de que las consecuencias de las innovaciones financieras sean favorables o desfavorables depende, muy a menudo, más de las circunstancias que presiden su aparición y su desarrollo que de las características técnicas de las innovaciones mismas. Y se puede también observar que, en general, cuando una innovación financiera tiene éxito, perdura,

incluso muchas veces perdura durante siglos. En cambio, cuando una innovación financiera fracasa, desaparece o bien se transforma. Pasaré muy rápidamente revista a tres ejemplos que ilustran lo que acabo de exponer:

En primer lugar, dos innovaciones financieras muy antiguas, pero que han tenido un gran éxito, que han contribuido mucho al crecimiento económico y que actualmente utilizamos todavía abundantemente: la primera de ellas es la letra de cambio, que aparece a finales del siglo XII. Lo interesante es observar que esta letra de cambio aparece en Italia en un momento en el que las ciudades italianas empiezan a aumentar considerablemente el comercio internacional, y se desarrolla en el momento de mayor auge económico de las ciudades italianas. Segundo ejemplo positivo: el billete de banco, bien conocido por todos nosotros. Aparece y se desarrolla a mediados del siglo XVIII en Inglaterra, en el momento en que este país se ha convertido en una de las primeras potencias comerciales y está a punto de convertirse en la primera potencia industrial. Se ha dicho del billete de banco que ha sido el acelerador del capitalismo.

Citaré, además, una experiencia de innovación financiera que ha tenido efectos no muy favorables, y la cito porque es una experiencia española, que supongo que todos ustedes conocen. Me refiero a las innovaciones financieras importantes que ocurrieron en España a mediados del siglo XVI y que se desarrollaron en el siglo XVII: asientos, juros y censos. Estas innovaciones se desarrollan, en cambio, en un momento en que la economía no se va a desarrollar muy favorablemente, y lo que se puede constatar es que, a medida que la situación económica se deteriora, aumenta la circulación del papel, y esto contribuye a acentuar ese deterioro de la situación económica.

Dejemos la historia y volvamos a lo que nos interesa en realidad, la situación actual. ¿Qué puede decirse del origen de la mayoría de las innovaciones financieras actuales? Se ha hablado ampliamente de este tema. Lo que sí puede decirse es que la mayoría de las innovaciones financieras actuales no tienen como origen el crecimiento económico. Si no tienen como origen el crecimiento económico, ¿cuáles son los factores que han impulsado este amplio movimiento? Tres factores principales, de los que ya se ha hablado mucho: primer factor, sobre el que no insistiré, el factor tecnológico; mejora de las comunicaciones, informática, etcétera.

El segundo, que me parece mucho más importante, lo podríamos resumir, en conjunto, como factor de crisis, compuesto por los siguientes elementos: el primero, desde un punto de vista cronológico, es la dislocación del sistema monetario internacional, que ha sido uno de los factores principales que ha originado la inestabilidad de las tasas de cambio. El segundo es la aceleración de la inflación de los años setenta, suceso que ha tenido consecuencias múltiples, como ya se ha dicho reiteradamente. Ha modificado el comportamiento, entre otros, de los ahorradores, que han pedido tasas de interés más elevadas, y ha modificado también el comportamiento de las autoridades monetarias. Todo ello se ha traducido en un aumento de las tasas de interés reales y, a la vez, en un aumento de la inestabilidad de las tasas de interés. El tercer elemento de este factor de crisis es el estancamiento económico, que ha aumentado el riesgo de insolvencia, el riesgo relacionado con el crédito. Cuarto elemento de crisis: la aparición de desequilibrios económicos de gran magnitud, reciclaje de los petrodólares primero y más tarde financiación de distintos déficit, entre ellos el americano, pero también el déficit presupuestario de la mayoría de los países industriales. El conjunto de todos estos elementos que acabo de mencionar ha provocado, a su vez, un incremento general del riesgo: riesgo de tipos de cambio, de tipos de interés, de crédito... Ha provocado también un aumento de la demanda de financiación, pero no relacionado con un mayor crecimiento económico, sino con la financiación de los déficit en una situación de casi estancamiento o poco crecimiento.

Así pues, vemos los dos factores principales que han impulsado estas innovaciones: cobertura de riesgos y financiación de déficit, y, como se menciona en otros artículos de este número, la difusión de estas innovaciones ha estado favorecida por el tercer conjunto de factores: los

que podríamos llamar factores institucionales. Me refiero, naturalmente, al proceso de liberalización de los mercados financieros que se ha producido en la mayoría de los países industrializados.

¿Cómo han reaccionado los operadores y las instituciones financieras frente a estas evoluciones en cuanto a la cobertura de riesgos? Para cubrir los riesgos de variación de precios, las instituciones financieras han recurrido a la reducción del plazo de los préstamos, a la generalización de las tasas de interés variables, a la utilización de mercados de futuros y a la utilización de *swaps*. Se ha intentado también, para cubrirse frente al riesgo de crédito, transferir este riesgo transformándolo en títulos negociables. Ello, conjuntamente con el aumento de las necesidades de financiación del sector público, ha favorecido un importante desarrollo de los mercados de capitales.

Veamos ahora cuáles han sido los primeros resultados de las transformaciones que acabamos de mencionar. Se puede decir que, por ahora, la financiación de los déficit presupuestarios en la mayoría de los países industrializados no ha encontrado mayores problemas. Se sigue aún considerando en los mercados internacionales que el Estado de los países industrializados es uno de los mejores riesgos; la prueba, la nota de las tres A que consiguen tener la mayoría de los estados de los países industrializados. No se puede decir lo mismo de la financiación de los países en vías de desarrollo, que encuentra cada vez mayores dificultades. Esto es lógico desde un punto de vista financiero, pero es un factor más de estancamiento económico si se razona en términos de economía internacional.

Ahora bien, en cuanto a la cobertura del riesgo, las recientes innovaciones permiten a ciertos agentes individuales cubrir sus riesgos, aunque hay que mencionar que esta cobertura cuesta cara. Sin embargo, desde un punto de vista global no hay disminución del riesgo, sino más bien transferencia de éste de unos agentes a otros. E incluso se puede decir que no sólo hay transferencia, sino que posiblemente hay incluso un aumento, debido a diferentes factores tales como: el aumento de la competencia entre las instituciones financieras, que se ha traducido en muchos casos en una disminución de los márgenes; el aumento de las operaciones, y el crecimiento considerable de las operaciones fuera de balance. Otro factor a tener en cuenta es la posibilidad de especulación que ofrecen los nuevos mercados. Y mencionaré también un

cierto empeoramiento de la situación de la deuda internacional, debido a la persistencia del estancamiento económico.

En resumen, podemos decir que las innovaciones financieras actuales han tenido más bien efectos positivos, efectos, sin embargo, que podríamos quizá describir por una analogía diciendo que se trata de una especie de medicina que ha mantenido al enfermo con vida, si como enfermo tomamos la economía internacional, pero que por ahora no lo ha curado. Entonces, ¿cuál podría ser actualmente la mejor innovación financiera? Quizá sería un sistema monetario internacional que garantizase la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Es, naturalmente, mucho más fácil de decir que de hacer. Esto exigiría una coordinación muy avanzada de las políticas económicas, que parece, por ahora, bastante difícil de realizar. Podemos esperar que tanto las autoridades como las institu-

ciones financieras continúen dando muestras, como lo han hecho hasta ahora, de una gran prudencia, evitando de esta forma que la medicina que mantiene con vida al enfermo lo mate por sobredosis.

¿Cuáles son los conflictos y los arbitrajes que se tienen que hacer? Desde el punto de vista de las autoridades monetarias, conciliar el movimiento de desregulación indispensable para adaptarse a la nueva situación, con un movimiento compensador de reestructuración que permita aumentar los reglamentos prudenciales. Desde el punto de vista de las instituciones financieras también hay que conciliar la prudencia de un comportamiento que permita, en la situación actual, que es bastante delicada, controlar el riesgo, con un comportamiento extraordinariamente dinámico y flexible para poderse adaptar a las transformaciones actualmente en curso en la mayoría de los mercados.

ANALISIS BASICO DE LA INNOVACION FINANCIERA

David T. LLEWELLYN

La innovación financiera no es un fenómeno reciente. Todos los instrumentos, mercados y técnicas financieras hoy presentes en cualquier sistema financiero tienen una tradición que los apoya. Lo que sí es nuevo es la reciente aceleración de la innovación financiera y la gama de productos a que ha dado lugar, así como la aparición de una serie de mercados secundarios en los que se opera con nuevos instrumentos financieros. A lo largo de la década de 1980 han venido surgiendo nuevos instrumentos financieros, nuevos mercados, nuevos medios y técnicas de financiación que se han desarrollado en gran escala, especialmente dentro de los sistemas financieros británico y estadounidense, así como en los mercados financieros internacionales. En la mayoría de los sistemas financieros más desarrollados se ha producido un aumento sustancial en la gama y el volumen de emisión de instrumentos financieros a corto plazo, así como un incremento sustancial en el volumen de las transacciones producidas en el mercado secundario. Esto, a su vez, refleja una característica general de los últimos años, cual es el cambio estructural de la intermediación financiera, que se desplaza hacia los *instrumentos* de crédito en detrimento del papel que jugaban las instituciones financieras. Muchas innovaciones financieras y gran número de instrumentos financieros de reciente aparición han tenido su origen en los mercados financieros de carácter internacional. Una de las características de la *globalización* de los mercados financieros es que cualquier innovación financiera que se produce en uno de ellos pasa con facilidad a los demás.

El propósito de este trabajo no es el de enumerar y analizar detalladamente los muchos ejemplos de nuevos instrumentos y mercados financieros que han surgido recientemente. Se ha realizado para considerar la teoría de la innovación financiera dentro de un marco analítico de

carácter general. La idea central es que la innovación financiera no se produce arbitrariamente ni al azar, sino que puede analizarse de forma sistemática basándonos en los elementos que crean la oferta y la demanda de nuevas oportunidades, nuevos medios y nuevos mercados. La sección I define un marco general mediante la consideración de las funciones de carácter general que cumple cualquier mercado financiero y el papel que desempeña una determinada innovación financiera para incrementar la eficiencia de dichas funciones básicas. La sección II estudia la naturaleza específica de dicha innovación financiera y presenta una amplia clasificación de las mismas. La sección III presenta un «modelo» del proceso de innovación financiera y estudia los factores que lo producen. La sección IV, de carácter ilustrativo, analiza un ejemplo específico, el de los créditos *swap*. Por último, la sección V proporciona una evaluación general de lo tratado.

I. MARCO GENERAL

El punto de partida de cualquier tipo de análisis sistemático de una innovación financiera debe ser el sistema financiero y sus funciones básicas. Y ello por dos razones. En primer lugar, porque dicha innovación forma parte integral de dicho sistema financiero, contribuyendo a que sus funciones básicas se realicen de distintas maneras. Y, en segundo lugar, porque al juzgar a dicha innovación financiera hay que tener muy presente la forma en que contribuye a incrementar la eficiencia no sólo de la intermediación financiera en particular, sino también, y en general, de todas las funciones del sistema financiero de que se trate. Siempre que se analicen ejemplos particulares de innovación financiera se verá que todos ellos pueden relacio-

narse con una o varias funciones generales del sistema financiero.

Funciones del sistema financiero

Hemos dicho ya que el criterio determinante al juzgar el papel de cualquier innovación financiera es la forma en que ésta incrementa la eficiencia del sistema financiero en lo tocante a sus funciones básicas. Podríamos resumir éstas como las siguientes:

- Proporcionar mecanismos de ahorro y préstamo.
- Ofrecer la variedad de valores necesaria para atender a la oferta y demanda de dinero.
- Asignar fondos con objeto de lograr el uso más eficiente de los mismos.
- Poner precio al riesgo y permitir que éste pase de una a otra parte, según su capacidad y deseo de absorberlo.
- Ofrecer oportunidades y mercados con objeto de que los titulares de riqueza puedan modificar la estructura de su cartera de activos y pasivos.
- Ofrecer servicios especializados, por ejemplo, seguros.
- Gestionar el sistema de pagos.

La innovación financiera puede incrementar la eficiencia en cada una de las áreas citadas, como demostraremos con unos cuantos ejemplos que hemos seleccionado de entre otros muchos posibles.

Una de las funciones básicas del sistema financiero es la de proporcionar mecanismos mediante los cuales pueda disponerse de los ahorros para la financiación de inversiones. Podemos afirmar, en general, que se mejorará su eficiencia cuanto más amplia sea la gama de medios que se ofrezcan y cuanto más variadas sean las características de los mismos, ya que de esta forma es más probable que todas las exigencias, incluso las más particulares, se vean satisfechas. Volveremos después sobre este mismo punto cuando hablemos de «cubrir el espectro».

Toda actividad financiera lleva consigo implícita la idea de riesgo, y una función importante del sistema financiero es poner un precio a dicho riesgo a fin de transferirlo a quien pueda y quiera absorberlo. Una innovación reciente que puede servir de ejemplo de esta función de establecimiento de un precio para el riesgo y posterior transferencia del mismo es la actual tendencia

del sector bancario a convertir en títulos valores ciertos créditos que figuran en sus balances. Hay que señalar aquí dos notas importantes: a) una modificación en el precio del riesgo según el precio que dicho título-valor alcance en el mercado secundario y b) una transferencia del riesgo desde el momento en que el banco puede vender su activo crediticio en dicho mercado secundario. Otros ejemplos recientes incluyen la *financiación con participación en fondos propios* (*equity participation financing*), en la que dentro de la oferta formulada en procura de un préstamo se incluye parte de los fondos propios cuya retribución es diferente del usual tipo de interés sobre un préstamo. Otro ejemplo sería el de las *obligaciones forzosamente convertibles* (*mandatory convertible debentures*), situación en la que una obligación con un determinado tipo de interés puede convertirse en algún instrumento financiero de renta variable. También los mercados de futuros, los convenios del mercado *forward* y las opciones permiten transferir riesgos. Una opción, por ejemplo, supone el pago de una prima a cambio de la posibilidad de decidir la compra o venta de un determinado activo a un precio preestablecido. Las transacciones en el mercado *forward* permiten asumir un riesgo deliberadamente o reducirlo por medio de una operación de cobertura. Los contratos de futuros, como, por ejemplo, los que se celebran en el Mercado Internacional de Futuros Financieros de Londres, permiten la evaluación y transferencia de los riesgos relativos a tipos de interés.

El tema central de esta introducción ha sido dejar bien claro que el análisis de las innovaciones financieras debe realizarse teniendo en cuenta la contribución que las mismas realizan a las funciones básicas de un cierto sistema financiero y al incremento de la eficiencia en el mismo. A esto hay que añadir que han surgido nuevos tipos de activos financieros que permiten explotar la ventaja comparativa que ofrecen distintas instituciones en distintos aspectos de una transacción crediticia. Un ejemplo muy reciente de lo que decimos es la aparición en el Reino Unido de valores hipotecarios. Un medio o una institución financiera obtiene fondos por medio de la emisión de un determinado instrumento en el mercado de capitales. Dichos fondos se utilizan para adquirir activos (en este caso un grupo de hipotecas) a una institución que había concedido los créditos previamente. Este mecanismo tan especial se basa en separar tres aspectos del préstamo: un *procedimiento inicial*, durante el que se realiza el préstamo, la *administración* de dicho préstamo y la *tenencia*

del activo. Tradicionalmente, una misma institución crediticia había venido realizando esas tres funciones, para lo cual buscaba al solicitante del crédito, le concedía el préstamo, administraba el contrato de préstamo y mantenía el crédito como un activo en su balance. Sin embargo, no existe razón alguna que se oponga a que dichas funciones no se distribuyan entre diferentes instituciones que gocen de ventajas comparativas en algunas de esas funciones. Una empresa constructora o un pequeño banco pueden gozar de una ventaja comparativa en las dos funciones citadas en primer lugar, ya que disponen de una red de oficinas que les permiten acceder a los clientes con mayor facilidad y pueden tener, al mismo tiempo, un exceso de capacidad de administración (ordenadores, etc.). Por lo tanto, serían eficientes a la hora de iniciar y administrar las hipotecas. Por otra parte, como consecuencia de ciertas dificultades económicas, pueden resultar menos eficientes que otras instituciones (como un banco «mayorista» sin oficinas abiertas al público) en la tenencia del activo porque no pueden convertir dicho activo de forma económica o porque hay ciertos apuros financieros que afectan a su balance (Llewellyn y Drake, 1987). En este caso, se mejora la eficiencia en general si cada institución explota su particular ventaja comparativa: la primera institución inicia y administra el préstamo, en tanto que la segunda compra a aquélla la hipoteca de forma que beneficie al deudor, ya que esta última puede financiar la tenencia del activo a un costo más bajo que el de la institución que vende. Mediante esta innovación se incrementa la eficiencia merced a un proceso de descomposición del préstamo y subsiguiente explotación de las diferentes ventajas comparativas. Esta es una característica común a todo tipo de innovaciones financieras, como veremos más adelante al ocuparnos de los créditos y convenios *swaps*.

II. NATURALEZA DE LA INNOVACION FINANCIERA

Después de ocuparnos del papel que juega la innovación dentro de un sistema financiero, pasamos ahora a estudiar y realizar un análisis más específico de la naturaleza de la innovación financiera. Existen dos aspectos fundamentales:

1. La creación de nuevos instrumentos, técnicas y mercados financieros.
2. La individualización de las distintas características y riesgos de instrumentos financieros

concretos y su reagrupamiento en combinaciones distintas de las existentes.

Por ello, el punto de partida de nuestro análisis debe ser una revisión de las características de los instrumentos financieros. Todos ellos tienen varias (rendimiento, liquidez) y cada uno combina características básicas de distinto modo. Por ejemplo: un pagaré emitido en dólares por la compañía XYZ, con vencimiento a quince años y a interés variable, presenta las siguientes cinco características fundamentales: a) la tasa de interés es variable; b) se ha emitido en moneda extranjera; c) vence dentro de quince años; d) puede negociarse en el mercado secundario, y e) ha sido emitido por la compañía XYZ. Estos cinco extremos representan no sólo las características del instrumento citado, sino también distintos riesgos potenciales para el tenedor del pagaré. Las cuatro características básicas (prescindiendo del nombre del emisor, que no puede cambiarse) aparecen combinadas dentro de un mismo instrumento. Pero pueden, también, individualizarse, evaluarse monetariamente por separado y estar en manos de diferentes inversores. La compañía puede, por medio de una transacción *swap*, convertir la tasa de interés variable en otra fija y, utilizando el mercado de compra anticipada de divisas o por medio de un convenio *swap*, puede cambiar la moneda en que se emitió la obligación y conseguir que el riesgo del tipo de cambio pase a otra persona distinta. De igual manera, en el mercado de futuros el titular de un activo a interés variable puede protegerse contra cualquier alteración adversa de las tasas de interés.

Una característica fundamental de las innovaciones financieras es esta individualización de las distintas características de los instrumentos financieros tradicionales, ya sea para mantenerlas separadas o para combinarlas de diversas maneras. Esto permite que inversionistas y deudores conserven aquellas características de un determinado activo que desean y que, al mismo tiempo, prescindan de las que no les resultan convenientes.

Mediante un proceso de «cobertura del espectro» (al que nos referiremos en la sección siguiente), la innovación financiera puede producir, en principio, toda una gama de instrumentos financieros que incluyan toda posible permutación de sus características. Ofrecemos un sencillo ejemplo en el cuadro núm. 1, que presenta una matriz de la intermediación financiera. Allí se identifican cuatro características (entre otras posibles) de dicha intermediación financiera: *forma* (mercado de capitales y bancos), *venci-*

miento (corto y largo plazo), *precio* (tipo de interés fijo y tipo de interés variable) y *liquidez* (existencia o no de un mercado secundario para dicho activo). La matriz de intermediación financiera describe cómo se combinan dichas características para dar lugar a distintas formas e instrumentos y cómo éstos pueden estar sujetos a cambios a lo largo del tiempo. La innovación financiera es el proceso mediante el cual se produce un incremento en el número de tales permutas.

CUADRO NUM. 1
MATRIZ DE INTERMEDIACION FINANCIERA

	Mercado de capitales	Bancos
1. Matriz tradicional		
Vencimiento	Largo plazo	Corto plazo
Precio	Fijo	Flotante
Liquidez	Sí	No
2. Matriz moderna		
Vencimiento	Largo y corto plazo	Largo y corto plazo
Precio	Fijo y flotante	Flotante y fijo
Liquidez	Sí	No/Sí

Un sencillo ejemplo nos servirá para comparar el mercado de capitales con el crédito bancario. Tradicionalmente, los instrumentos financieros del mercado de capitales (excluyendo las acciones) han sido emitidos a largo plazo en su vencimiento y a una tasa fija de interés, moviéndose todos ellos en un mercado secundario muy activo. Por contra, el crédito bancario ha sido predominantemente a corto plazo, con tasa de interés flotante y sin mercado secundario. Esto originaba una discontinuidad en el espectro, ya que no se ofrecían posiciones intermedias. A consecuencia de las innovaciones financieras, la «matriz moderna» del cuadro núm. 1 permite que tanto los bancos como el mercado de capitales ofrezcan títulos tanto a una tasa de interés fijo como flotante. De esta forma, el mercado de capitales ofrece ahora títulos a corto plazo y, por medio de pagarés a tasa de interés flotante, pueden también ofertar instrumentos de interés variable. Al mismo tiempo, los bancos pueden también ofrecer financiación a largo plazo a interés fijo o flotante. Una reciente innovación (en la que se han empleado diversas técnicas, como conversión en valores mobiliarios, la venta de activos sin recurso, los créditos *swap*, los contratos de transferencias de créditos, etc.) es la creación de un mercado secundario para activos bancarios.

Este sencillo ejemplo nos ha permitido poner de manifiesto tres de las características funda-

mentales de toda innovación financiera: a) incrementa la cantidad, la gama y la variedad de instrumentos financieros; b) combina de forma más variada distintas características y, al aumentar la combinación de características, reduce el número de discontinuidades en el espectro, y c) lima las diferencias existentes entre diversas formas de intermediación, logrando, como vimos en el ejemplo, que un pagaré de interés flotante se convierta en un instrumento negociado en el mercado de capitales y similar, excepto en lo tocante a liquidez, a un crédito bancario con tasa de interés flotante.

La innovación financiera tiene, también, por objeto la separación e individualización de riesgos con objeto de que los mismos puedan evaluarse en términos monetarios por separado y puedan ser transferidos a quienes tengan mayor capacidad y deseos de absorberlos. Por ejemplo, un determinado instrumento financiero puede haber sido emitido en moneda extranjera y con una tasa de interés flotante. El tenedor del mismo asume dos riesgos que se añaden al riesgo general de todo crédito. El emisor de dicho instrumento debe hallar un tenedor que esté dispuesto a asumir simultáneamente ambos tipos de riesgos, siempre que se sirva de un único instrumento financiero. Por lo tanto, la demanda de ese instrumento será, probablemente, menor que si se estableciera un precio por separado para los mismos y ambos se ofrecieran independientemente, posibilitando que quienes desearan asumir el riesgo de variación en la tasa de interés tomaran dicha parte del riesgo total, en tanto que aquellos que pudieran absorber el riesgo del tipo de cambio se hicieran cargo de este componente del riesgo total. Esta separación puede lograrse por medio de transacciones *swap* o a plazo.

Es conveniente distinguir entre lo que podríamos denominar *innovación de instrumentos* y la *innovación posterior*. En el primer caso se produce un nuevo instrumento financiero con características peculiares. En el segundo caso se logra el mismo objetivo por medio de una técnica que permite modificar las características de un activo o un pasivo después de su emisión. Esto se logra no mediante un cambio de las características inherentes al instrumento, sino merced a una modificación de las obligaciones del mismo. El ejemplo más claro de esta técnica, al que haremos referencia en la siguiente sección, es un *swap* en el que ambas partes modifiquen tasas fijas o flotantes de interés. Veremos que, al igual que ocurría en el proceso de conversión en valores mobiliarios al que antes hicimos referencia, los *swaps* permiten a diferentes

tipos de tomadores de créditos explotar sus ventajas comparativas en diferentes mercados y vender su ventaja a otras personas.

Clasificación

Una clasificación bipartita de la innovación financiera en general puede hallarse en un reciente estudio realizado por el BIS (BIS, 1986) que aparece en el cuadro núm. 2. El BIS distingue entre innovaciones que afectan al balance de situación de los bancos y aquellas que simplemente suponen riesgos de firma. En términos funcionales, sirviéndose de una clasificación de las funciones financieras similar a la citada anteriormente, aunque un poco menos amplia, podemos concluir que la mayoría de las innovaciones concretas afectan a las funciones básicas del sistema financiero del que forman parte.

Partiendo de estas premisas, el BIS clasifica las innovaciones financieras de la siguiente forma:

1. Innovaciones en la transferencia de riesgos.
 - a) Riesgo de precio.
 - b) Riesgo de crédito.

2. Innovaciones para mejorar la liquidez.
3. Innovaciones para generar créditos.
4. Innovaciones para generar fondos propios (capital).

Las *innovaciones en la transferencia de riesgo* o bien reducen el riesgo inherente a un determinado instrumento financiero (por ejemplo, tasas de interés flotante que reducen el riesgo del precio de un crédito para quien lo otorga) o bien permiten al tenedor del instrumento financiero protegerse contra determinados riesgos. Por ejemplo, un inversor puede obtener un activo o un derecho cuyo precio o valor pueda variar, pero mediante un contrato a plazo que, cierto es, no reduce la probabilidad de que el riesgo se manifieste, puede obtener protección para el caso de que dicho riesgo se materialice. Se distingue aquí entre un riesgo que afecte al precio (el precio de un activo puede cambiar) y el riesgo del crédito (incumplimiento por parte del tomador del crédito).

Las *innovaciones para mejorar la liquidez* incrementan la liquidez de instrumentos y activos. Por ejemplo, en el cuadro núm. 2 puede verse cómo la conversión de activos en valores mobi-

CUADRO NUM. 2
CLASIFICACION DE INNOVACIONES SEGUN LA FUNCION
DE INTERMEDIACION FINANCIERA

Innovación	Función				
	Transferencia del riesgo relacionado con el precio	Transferencia del riesgo relacionado con el crédito	Mejoramiento de la liquidez	Generación de créditos	Generación de fondos propios (capital)
A. En el balance de la situación					
Hipotecas de tasa ajustable	X				
Créditos con interés flotante	X				
Créditos «espalda con espalda» (<i>back-to-back loans</i>)	X				
Venta de activos sin recurso		X			
Créditos <i>swap</i>		X			
Conversión de activos en valores mobiliarios		X	X		
Contratos de crédito transferibles		X	X		
Cuentas <i>sweep</i> y otras técnicas de administración de dinero en efectivo			X		
Instrumentos negociables en el mercado monetario ..			X		
Fondos mutuos del mercado monetario			X		
Obligaciones con cupón cero				X	
Bonos-basura				X	
Financiación con participación en fondos propios ..				X	
Obligaciones forzosamente convertibles					X
B. Fuera del balance de situación					
Futuros	X				
Opciones y techos de préstamos	X				
<i>Swaps</i>	X			X	
Convenios a plazo	X				
Cartas de crédito		X			
Asesoramiento para la emisión de pagarés	X	X	X		
Garantías para mejorar el crédito de títulos-valores...		X	X		

Fuente: BIS (1986).

liarios permite que se vendan créditos en un mercado secundario y ofrece a la institución de crédito la posibilidad de cambiar la estructura de su cartera de valores. Las *innovaciones para generar crédito* permiten mayor acceso a determinados mercados crediticios y, por tanto, aumentan el volumen total de créditos. En el cuadro núm. 2, dos de tales instrumentos son «bonos-basura» (*Junk Bonds*), en los que las normas registrales y, en consecuencia, los costos son bajos y para los que no se exige una evaluación formal, lo que permite acceder al mercado a una serie de empresas que, por diversas razones, no podrían realizar emisiones de obligaciones en el mercado regular, donde deberían someterse a una evaluación crediticia formal. También los *swaps* permiten que los tomadores de créditos tengan acceso a una gama más amplia de créditos nacionales y extranjeros y a más mercados de capital.

Las *innovaciones para generar fondos propios* (o capital) dan una característica propia de los valores de renta variable (aquella en que el rendimiento del activo financiero depende de los resultados obtenidos por el emisor) a activos en que el compromiso de amortización del principal se había establecido previamente. Un ejemplo surgido recientemente es el de los países hispanoamericanos que pueden, mediante un *swap*, transformar un préstamo obtenido de un banco con tasa de interés flotante en una obligación de renta variable.

III. MODELO BASICO

Como punto central de este trabajo subyace la idea de que la innovación financiera no es un proceso arbitrario, sino que puede ser estudiado mediante un análisis básico. El objetivo de esta sección es establecer un marco general para proceder al análisis y definición de la innovación financiera.

Toda innovación financiera refleja un aumento de riqueza (que crea una demanda de mayor variedad de activos financieros) y cambios en el mercado que llevan a cambios en las carteras de valores de las instituciones financieras y de sus clientes. El énfasis se centra aquí sobre las exigencias de la oferta y la demanda de medios e instrumentos financieros. La demanda de un instrumento financiero en particular es consecuencia de las características (por ejemplo, precio, vencimiento, etc.) presentes en dicho instrumento. Si, a consecuencia de cambios producidos en el entorno económico, se incrementa la

demanda de liquidez o de menor riesgo en el tipo de cambio o en la tasa de interés, esto puede llevar a la creación de nuevos instrumentos financieros para satisfacer dichas específicas demandas. Al mismo tiempo, sólo se podrá satisfacer esa demanda si se tiene en cuenta la posición de quien emite dichos instrumentos financieros. Por ejemplo, si alguien desea eliminar el riesgo de un tipo de cambio futuro, esto sólo podrá lograrse si se encuentra a otra persona que desee lo contrario o si se crea un mecanismo que permita transferir dicho riesgo (por un precio) a quien pueda y quiera absorberlo. Así pues, muchas innovaciones representan un proceso de transferencia de riesgos, y esto es una de las funciones básicas de todo sistema financiero, por lo que contribuyen a incrementar la eficiencia del mismo.

Dentro de este marco general pueden identificarse cuatro clases de innovaciones financieras: a) *defensivas* (como respuesta a cambios políticos o en la normativa vigente), b) *agresivas* (instituciones financieras que crean nuevos instrumentos o nuevos productos financieros por estimar que pueden colocarse con pleno éxito), c) *debidas a las circunstancias* (se crea un instrumento o un servicio financiero para atender a un cambio en las exigencias de los clientes con respecto a sus carteras de valores) y d) *protectoras* (cuando las instituciones ensayan técnicas a causa de los imperativos que producen sus propias carteras de valores).

La innovación financiera puede analizarse teniendo en cuenta las preferencias que manifiestan con respecto a sus carteras de valores quienes ofrecen y demandan productos financieros. El ímpetu de la innovación financiera vendrá dado por siete causas de carácter muy amplio:

1. El efecto de la riqueza

Una riqueza creciente estimula la demanda de activos financieros, pero también exige mayor cantidad de instrumentos financieros que combinen las características fundamentales. El proceso de diversificación en las carteras de valores debe llevar a producir una demanda de nuevos instrumentos financieros.

2. Comportamiento de las carteras de valores y de los consumidores finales

Al modificarse el comportamiento de las carteras de valores y las preferencias de los consumidores finales de los servicios financieros aparecen las innovaciones financieras cuando aquellas instituciones financieras que tratan de

maximizar sus beneficios intentan atender a las nuevas preferencias de los consumidores en términos aceptables para ambos. Parte del proceso de innovación financiera se debe a ajustes a las condiciones del mercado por parte de quienes ofrecen servicios de intermediación financiera realizados con objeto de atender a las nuevas exigencias de quienes disponen de fondos y de quienes están dispuestos a tomarlos.

Ciertos factores ambientales, o la posición de los usuarios de servicios financieros que solicitan mayor liquidez o menores riesgos (ya sea porque se ha creado una mayor aversión al riesgo o porque, de manera absoluta, han crecido los riesgos), puede llevar a crear nuevos instrumentos. Puede producirse una demanda para tener acceso a una mayor variedad de medios de crédito y para la obtención de fondos de diferentes características (por ejemplo, acciones contra obligaciones con tasa de interés fijo o flotante) a la que no puede hacerse frente con facilidad por medio de los instrumentos financieros existentes en la actualidad.

3. Comportamiento de la cartera de valores y preferencias de quienes ofrecen servicios financieros

Las instituciones financieras no adoptan una posición pasiva, sino que, por el contrario, tienen sus propios objetivos en cuanto a la composición de sus carteras de valores y sus limitaciones, que cambian con el tiempo. En este sentido, las innovaciones financieras representan un proceso por medio del cual los servicios que ofrecen las instituciones se diseñan con objeto de lograr que los consumidores utilicen los servicios de las mismas, de forma que satisfaga los objetivos y limitaciones presentes en las carteras de valores de dichas instituciones. Durante la década de 1970, la posición de las carteras de valores de los bancos evolucionó hacia objetivos de crecimiento de activos, internacionalización de sus carteras de valores, gestión activa e innovadora de pasivos y el deseo de incrementar la gama de servicios ofrecidos. La aparición de créditos sindicados es un ejemplo de cómo los bancos limitan sus compromisos individuales con relación a grandes créditos. Más recientemente, al surgir limitaciones sobre capital y carteras de valores se ha producido un incremento de la actividad de las firmas con objeto de generar honorarios sin aumentar los activos. Como consecuencia de las limitaciones impuestas por el capital, de modificaciones en riesgos o de aversión al riesgo, del deseo de un balance de situación con mayor liquidez, etc., las institu-

ciones pueden desear crear instrumentos financieros que mejoren su liquidez o que reduzcan o modifiquen la naturaleza de los riesgos.

Como vemos, no sólo la posición de los usuarios de instrumentos financieros produce innovaciones financieras. La misma importancia tiene, en este sentido, aquello que prefieren o las limitaciones a que están sujetos quienes proporcionan servicios de intermediación financiera. Al igual que en cualquier otro mercado, son dos las fuerzas que producen las innovaciones financieras y la creación de instrumentos y medios financieros de especiales características.

Muchas de las últimas innovaciones han tratado de eliminar las limitaciones que con respecto a su capital padecen los bancos, lo que supone una ventaja para generar negocios que no figuren de forma inmediata entre los activos del banco. Toda la gama de actividades no incluidas en el balance de situación pueden incluirse dentro de este grupo. Todas ellas tienen en común el representar compromisos contingentes o contratos que producen ingresos al banco, pero que no figuran como activos o pasivos de acuerdo con normas convencionales de contabilidad (Lewis, 1988). Ofrecen dos ventajas fundamentales: incrementan la tasa de rendimiento de activos y capital y pueden eludir las normas coercitivas vigentes (especialmente las que afectan al capital) que afectan a las actividades bancarias que aparecen en el balance de situación.

Algunas de las primeras innovaciones sobre instrumentos con «efectos sobre el capital» que utilizaron los bancos representaban nuevos tipos de compromiso, como el asesoramiento para la emisión de pagarés, medios de suscripción y aseguramiento rotatorio de emisiones de valores, etc. Al principio, ninguno de ellos creaba activos que debieran reflejarse en el balance, ni siquiera se contemplaban como obligaciones contingentes. Pero, como quiera que ambos instrumentos conllevan ciertos riesgos (en tanto que garantizan fondos al tomador del crédito si éste no pudiera obtenerlos en ningún otro sitio), la normativa hoy vigente aplica a los mismos las normas sobre capital (Llewellyn, 1988a). Desde ese momento, como ya apuntaba Coleby (1987), tales instrumentos han perdido su original atractivo.

4. Cambios en el entorno que rodea al mercado

Tanto las instituciones financieras como sus clientes responden a los cambios generales que se producen en el entorno económico y financie-

ro y que crean demanda de instrumentos financieros de especiales características. Muchas innovaciones son fiel reflejo de cambios en el mercado que influyen tanto sobre los usuarios como sobre quienes ofrecen servicios financieros y reflejan, también, la demanda existente de una demanda centrada sobre determinadas características, así como el deseo de las instituciones y mercados de incluir dichas características en diversos instrumentos. Son innumerables los ejemplos de innovaciones financieras como respuesta a la creciente volatilidad de las tasas de interés, tipos de cambio y tasa de inflación y al alto nivel de las tasas de interés. Los ejemplos más salientes son los trueques de divisas (*currency swaps*) y la creación de mercados de opciones y futuros financieros. Los riesgos relacionados con tipos de intereses pueden evitarse firmando con un banco contratos de *techos (cap)*, *mínimos (floor)* o de *bandas (collar)*. Un contrato de techos es una opción de venta que protege al comprador del mismo (el tomador del crédito en nuestro caso) contra un incremento en las tasas de interés, ya que establece un límite máximo para la tasa de interés. Un contrato de mínimos es lo contrario: una opción de compra que implica que el que otorgó el crédito se halla protegido contra una caída de las tasas de interés. Una combinación de ambas (una banda) hace que la transacción se convierta casi en un crédito a interés fijo.

5. Cambios políticos

Los cambios en la política gubernamental provocan también la aparición de nuevos medios y técnicas financieras. Los incentivos fiscales han jugado un papel importante al respecto. La abolición de normas de control de cambios y control de capitales son un claro ejemplo de medidas que han llevado a la creación de toda una nueva gama de opciones para la inversión en el extranjero y para que la banca se inicie en negocios de carácter internacional.

Muchos de los cambios que provocan innovaciones financieras se deben a la normativa. Los motivos de carácter *defensivo* se citaron con anterioridad como causa determinante de innovación, ya que las instituciones sometidas a ciertas normas tratan de eludir la aplicación de determinadas exigencias legales por medio de la creación de nuevos instrumentos financieros. Las normas legales (como, por ejemplo, las relativas a ciertos requisitos y exigencias relativos al capital) actúan como un impuesto, ya que en muchos casos incrementan los costos y, como consecuencia, el precio de la intermediación finan-

ciera, y altera la posición competitiva del sector regulado frente a la de cualquier otro no sujeto a idéntica normativa. Así, por ejemplo, las normas sobre capital de aplicación al sector bancario afectan negativamente el papel de dicho sector en el mercado de capitales, como se ha puesto de manifiesto en Estados Unidos con el fuerte crecimiento del mercado de pagarés de empresa (Koehn y Santomero, 1980).

Estos cinco factores son todos muy concretos y perfectamente identificables todos ellos. El sexto factor es de carácter más general y surge como efecto lógico de la competitividad de un determinado sistema financiero.

6. Cobertura del espectro

Con la expresión «cobertura del espectro» aludimos a la tendencia existente entre las instituciones financieras y presente en los mercados que lleva a innovar ofreciendo medios que llenen vacíos existentes o que eliminen discontinuidades dentro de la gama total de la intermediación financiera. Supone la combinación de diversas características (rendimiento, potencial de venta, vencimiento) de distintos instrumentos y medios financieros para que las ventajas que ofrece un determinado instrumento mitiguen las desventajas presentes en otro. Se trata de un proceso natural en un sistema financiero competitivo y adaptable, que tiene por objeto atender a las exigencias del mercado que manifiestan los clientes actuales y otros potenciales. Un ejemplo extremo sería el de un mercado de marcado carácter discontinuo que pusiera a disposición de los tomadores de créditos sólo créditos bancarios a corto plazo o emisiones de obligaciones a veinticinco años. Lo natural sería que tratara de adaptarse a situaciones intermedias, lo que lograría si los bancos, por ejemplo, ofrecieran créditos a diversos plazos y el mercado de capitales ofreciera obligaciones con distintos vencimientos. La importancia y la frecuencia de las discontinuidades dentro del espectro de los medios e instrumentos financieros sirve para distinguir los escasos (comparativamente hablando) sistemas financieros refinados que existen en el mundo de aquellos otros, rígidos y poco desarrollados, que son la regla general. En su manifestación extrema, las innovaciones financieras provocarían la creación de un espectro de carácter suave y continuo que se extendería en todas direcciones (vencimientos, fórmulas de determinación de precios, potencial de venta) y en el que todas las características de los instrumentos financieros podrían unirse para dar lu-

gar a cualquier combinación de las mismas que fuera deseable.

Este proceso de «cobertura del espectro» puede, en efecto, «producir» nuevos mercados de títulos valores (Lewis, 1988). Existe hoy en Estados Unidos un mercado muy activo de pagarés de empresa. En Alemania no existe nada similar. Pero las empresas alemanas pueden, no obstante, provocar la creación de tal mercado mediante la emisión de pagarés de empresa en dólares, venta de los dólares obtenidos en el mercado al contado para adquirir marcos alemanes y la cobertura posterior en el mercado a plazo. Esto es lo mismo que si la empresa hubiera emitido pagarés de empresa en marcos alemanes. Un complemento claro de la actual situación en Estados Unidos es la creación de fondos mutuos del mercado monetario que, por pagar las tasas de interés del mercado monetario y permitir a sus titulares firmar cheques sobre los fondos invertidos en los mismos, acaban con la rígida distinción entre cuentas corrientes (que no pagaban intereses a sus saldos) e inversiones en el mercado monetario que no disponían de medios para la transmisión de dinero.

7. Tecnología

El desarrollo tecnológico en el campo financiero ha producido efectos importantes en las innovaciones financieras al permitir a quienes adquieren nuevos instrumentos financieros (las opciones pueden resultar un buen ejemplo) calcular de forma inmediata las oportunidades de arbitraje en situaciones complejas. La tecnología permite también diseñar y poner precio a nuevos instrumentos financieros y facilita la identificación, concreción y control de riesgos en carteras de valores que incluyen instrumentos complejos. Reduce, además, los costos comerciales en mercados internacionales y amplía el mercado de nuevos instrumentos que alcanzan dimensiones internacionales. Permite, también, satisfacer la demanda y la oferta de nuevos instrumentos que puedan existir en mercados aislados. Permite la unión de diversos mercados internacionales y, de esa forma, permite que accedan a mercados foráneos ciertos tomadores de créditos que normalmente no podrían hacerse presentes en ellos. Esto puede lograrse, por ejemplo, por medio de *swaps* y se estudia con mayor detalle en la sección siguiente.

IV. EJEMPLO ILUSTRATIVO

El cuadro núm. 2 nos ofrece una serie de ejemplos de innovaciones recientes, alguna de las

cuales hemos analizado de pasada. Esta sección no persigue ofrecer un análisis exhaustivo de cada una de dichas innovaciones, sino que, por el contrario, se ocupa de una en especial para, así, ilustrar el análisis económico básico de toda innovación financiera. La innovación que hemos escogido son los *swaps*.

Swaps

Nos hemos referido a los *swaps* en varias oportunidades, ya que nos sirven para ilustrar el análisis básico de las innovaciones financieras. Parece interesante, por tanto, considerarlos con mayor detalle. Desde su creación en 1981 se ha venido produciendo un enorme incremento del volumen, la variedad y la cantidad de quienes actúan en los mercados de *swaps*. El mercado ha pasado de manejar unos 3.000 millones de dólares en 1981 a más de 350.000 millones de dólares a finales de 1987. Los *swaps* incluyen la idea de arbitraje entre mercados parcialmente segmentados. No existirían si todos los intervinientes en dicho mercado tuvieran las mismas posibilidades de acceso a todos los mercados crediticios y de capitales en idénticas condiciones. Los *swaps* permiten explotar las diferentes ventajas comparativas en distintos mercados. Empresas industriales, bancos y otras instituciones utilizan los *swaps* para reducir los costos de sus créditos, para incrementar el rendimiento de sus activos o para protegerse contra riesgos relacionados con tasas de intereses (Felgram, 1988).

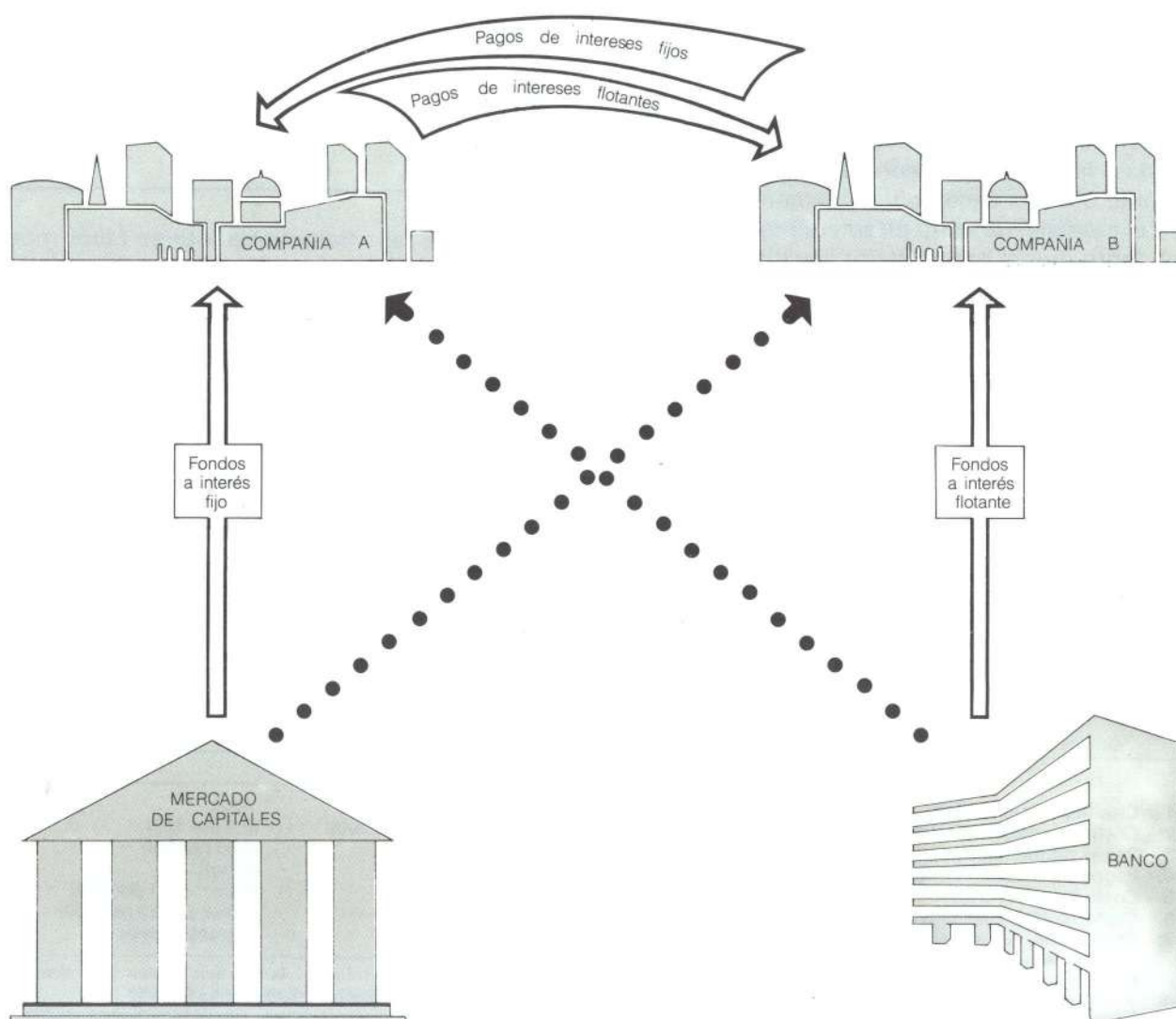
Cuando el tomador de un crédito está negociándolo, dispone de tres opciones sobre: a) la moneda en que le va a ser otorgado el crédito; b) la fórmula por la que va a regirse la tasa de interés del mismo (fija o flotante), y c) la base para dicha tasa de interés (por ejemplo: interés *Libor*, tasa aplicable a certificados de depósito de Estados Unidos, tipo de interés preferencial, etcétera). Estas opciones pueden ejercitarse de dos modos distintos: 1) negociando directamente con quien dispone de los fondos; o 2) utilizando convenios *swap* sobre moneda o tasa de interés después de haber recibido el crédito.

Un *swap* sobre tasas de interés supone un contrato entre dos tomadores de crédito para intercambiar pagos de tasas de intereses. En un *swap* de divisas se intercambian obligaciones en diferentes monedas, en tanto que en un *swap* de intereses se produce un intercambio de obligaciones derivadas de dichos intereses y que son de características distintas. Lo que se produce, en efecto, a través del mercado de *swaps* es

que el tomador de un crédito obtiene un pasivo distinto del que inicialmente convino con quien le proporcionó los fondos. El gráfico 1 representa la mecánica básica seguida en un convenio *swap* de tasas de interés. La compañía A emite una obligación a interés fijo para el mercado de capitales con vencimiento a diez años, aunque hubiera preferido que la misma estuviera retribuida con una tasa de interés flotante. La compañía B prefiere un pasivo a interés fijo pero toma dinero prestado de un banco, por un plazo de diez años, crédito por el que ha de pagar una tasa de interés flotante. Ambas empresas, ya sea a través de una negociación directa o utilizando los servicios de un intermediario (*broker*), pueden, respetando sus obligaciones actuales con quienes les proporcionaron el dinero que necesitaban, convenir realizar un *swap* de sus

respectivos pagos de intereses. En consecuencia, la compañía A realiza una serie de pagos correspondientes a una tasa flotante de interés a la compañía B, en tanto que esta última efectúa pagos de tasa fija de interés a la compañía A. Las líneas de puntos del gráfico 1 representan las dos transacciones crediticias que emergen a consecuencia del *swap*. De esta forma un tomador de crédito a interés flotante puede cambiar los pagos correspondientes a esta modalidad crediticia por otros con tasa de interés fijo si se convierte en deudor a tasa de interés fijo merced a un convenio *swap*. El tomador del crédito realiza un trueque entre los pagos de interés de tasa fija y los recibos de intereses a tasa flotante que cubren los costes del préstamo a interés flotante y establecen una nueva obligación de pago de una tasa de interés fija.

GRAFICO 1
CONVENIO SWAP

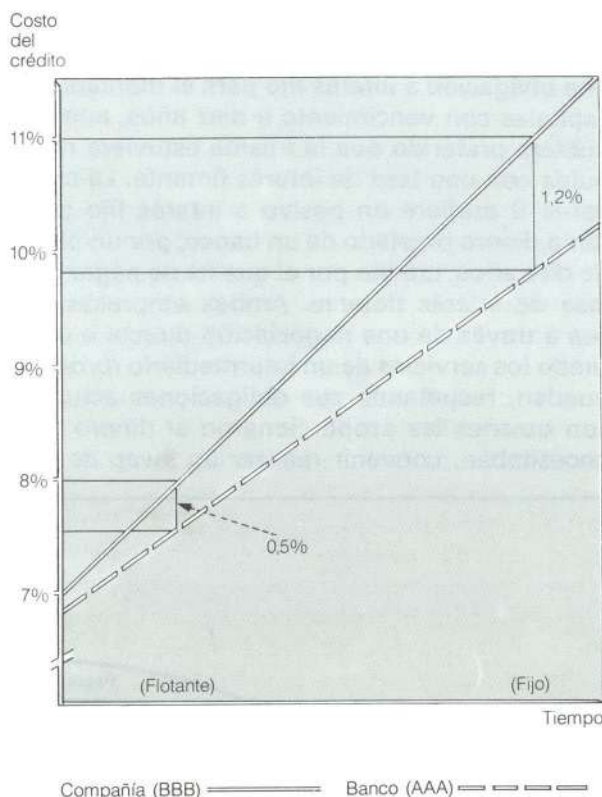


El precio a pagar por este intercambio de obligaciones (a causa de los pagos de intereses que cada una de las partes debe realizar) lo determina el mercado y refleja la importancia de la ventaja comparativa de que disponen cada una de las partes.

La clave para llegar a un convenio *swap* radica en la diferencia de ventajas *comparativas* que dos tomadores de crédito tengan en diferentes mercados. El *swap* puede beneficiar a ambas partes, aunque una de ellas tenga una ventaja absoluta en ambos mercados. Hemos tomado el gráfico 2 y el cuadro número 3 de Fedgran (1987), puesto que ilustran perfectamente el análisis. Suponemos que las partes son un banco clasificado como AAA y una compañía clasificada como BBB. Cuanto más distante se pacte el vencimiento del crédito (para ambas partes), mayor será el coste de los fondos, aunque éste será distinto para las partes a consecuencia de su distinta clasificación crediticia. Cualquier inversor exigirá que el tomador de un crédito con peor clasificación crediticia pague primas relativamente altas al obtener créditos a largo plazo y a interés fijo en vez de a corto plazo y a interés flotante. Esto implica, como se ve en el gráfico 2, que, aunque el banco pueda tomar dinero prestado a precios más baratos en ambos mercados, la compañía peor clasificada crediticiamente obtiene el costo relativamente más bajo en el mercado de corto plazo y a interés flotante, en tanto que el banco mejor clasificado crediticiamente tiene su mayor ventaja comparativa (costos relativamente más bajos) en el mercado a largo plazo y a interés fijo.

Los convenios *swap* tienen por objeto el explotar estas ventajas comparativas en aquellos casos en los que el tomador del crédito no desea acudir al mercado que le ofrece mejores condiciones. Cada una de las partes obtiene un crédito en su mejor mercado y cambia sus obligaciones relativas al pago de intereses con la otra. En el gráfico 2 vemos cómo el banco podía obtener créditos a una tasa de interés fija del 9,80 por

GRAFICO 2
LA CALIDAD SE EXTIENDE EN EL TIEMPO



100 o a una tasa flotante de interés *Libor* más 0,25 por 100 (suponiendo que *Libor* fuera 7,25 por 100). Esto daría un total de 7,50 por 100. La compañía, por otra parte, tendría que pagar un interés fijo del 11 por 100 (que representa el 1,2 por 100 más que el banco) o, en el caso de desear una tasa de interés flotante, debería pagar el 0,75 por encima del interés *Libor*, lo que supondría un total del 8 por 100. En el gráfico 2 puede verse cómo el hueco entre el banco y la compañía se hace mayor (de 0,5 por 100 a 1,2 por 100) a medida que aplaza más el vencimiento, lo que indica que la posición de la compañía empeora a largo plazo.

CUADRO NUM. 3
AHORROS EN LA TASA DE INTERES

	Compañía	Banco
1. Clasificación crediticia	BBB	AAA
2. Costos directos de crédito	(<i>Libor</i> + 0,75 por 100)	(9,8 por 100)
3. Pagos de interés fijo objeto del <i>swap</i>	(10 por 100)	9,90 por 100
4. Pagos de interés flotante objeto del <i>swap</i>	<i>Libor</i>	(<i>Libor</i>)
5. Costo total del crédito	(10,75 por 100)	(<i>Libor</i> - 0,1 por 100)
6. Costo directo alternativo del crédito	(11 por 100)	(<i>Libor</i> + 0,25 por 100)
7. Economías	25 puntos base	35 puntos base

Nota: Los pagos se intercambian a precio de *dealer*: entre un 9,90 y un 10 por 100 para un interés *Libor* de seis meses. Los números que aparecen entre paréntesis son flujos negativos de intereses. Los que no tienen paréntesis reflejan flujos positivos.

Pues bien, para explotar sus ventajas comparativas ambos (la compañía y el banco) deberían obtener créditos en el mercado en el que tienen una ventaja comparativa y luego intercambiar los pagos de intereses. Los costos y los resultados de tales transacciones aparecen resumidos en el cuadro núm. 3. El banco toma dinero a largo plazo y a interés fijo (al 9,80 por 100, según aparece en la línea 2) aunque prefiere fondos a corto plazo y a interés flotante. La compañía toma dinero a un tipo flotante de interés del 8 por 100 (línea 2). La tasa a la que se hará el trueque objeto del *swap* (el precio del *swap*) la determina el mercado. En nuestro caso, el precio es tal que la compañía hace pagos fijos de un 10 por 100 al banco en concepto de intereses (línea 3), en tanto que el banco paga a la compañía exactamente al interés *Libor* (7,25 por 100). Los recibos de pagos de tasas flotantes de interés que le abona el banco (7,25 por 100) permiten a la compañía cubrir el costo directo de su crédito a interés flotante (8 por 100) menos un 0,75 por 100 que ha de aportar de sus propios fondos. Así pues, el costo total para la compañía está compuesto por los pagos hechos al banco (10 por 100) y el «costo» del *swap*, que es un 0,75 por 100, en total un 10,75 por 100. Pero esto es menos del 11 por 100 que hubiera debido pagar si hubiera decidido tomar directamente dinero a largo plazo y a interés fijo. El banco recibe un 9,9 por 100 de la compañía (línea 3), porcentaje que excede en un 0,1 por 100 el costo que debe pagar por su crédito a interés fijo (línea 2). En consecuencia, el costo efectivo para el banco es lo que paga a la compañía por intereses (el interés *Libor* del 7,25 por 100) menos la ventaja del 0,1 por 100 que obtiene como precio del *swap*. Y ahora hay que comparar este costo del 7,15 por 100 con aquel en que hubiera incurrido (7,50 por 100) si hubiera tomado dinero directamente en el mercado de interés flotante.

Por lo tanto, ambas partes han salido ganando y, en nuestro caso, el banco gana más porque lo probable es que el precio refleje la realidad de que el banco tiene una posición superior en ambos mercados.

Hay varios mecanismos que permiten llevar a cabo una transacción *swap*. El más sencillo de ellos es el que acabamos de mencionar, en el que dos partes (una de las cuales puede ser un banco) intercambian obligaciones de pagos de intereses directamente entre sí después de haber establecido contacto a través de un intermediario. Una segunda posibilidad es que el mismo banco actúe como intermediario (por ejemplo, tomando una posición) entre dos partes, encargándose de recibir y hacer los pagos necesarios

de y a las partes intervinientes. El mismo banco establece el precio del *swap*, esto es, cuánto dinero pagan y reciben del banco las partes. En este caso, el banco puede ofrecer la posibilidad de realizar un *swap* a una sola parte sin que en ese momento exista la parte complementaria del convenio. El banco puede proceder a proteger su posición de forma inmediata cuando ofrece *swaps* a una sola parte utilizando el mercado a plazo o el de futuros o realizando el mismo *swap*, de sentido contrario, con otra parte. De esta forma, el banco puede actuar como *broker* o intermediario, o bien como parte activa en el mercado de *swaps*. Si actúa como intermediario se limita a realizar trabajos de tipo informativo, aunque puede llegar a producir efectos sobre su balance de situación y, en consecuencia, pueden surgir riesgos potenciales, que debe cubrir al establecer un precio.

Si es una de las partes de un convenio *swap* puede, a efectos contables y de beneficios, explotar su ventaja comparativa en un mercado concreto.

El *swap* de tasas de intereses surgió como un medio para que las partes que intervinieran explotaran la ventaja que tuvieran en diferentes mercados. En nuestro ejemplo, el banco tenía una ventaja comparativa en el mercado de capitales, pero prefería obtener financiación a interés flotante, en tanto que la compañía disponía de la ventaja contraria y sus preferencias eran, también, las opuestas.

Podemos identificar cuatro tipos básicos de *swaps*:

1) *Swap de tasas de interés*

2) *Swap de bases*: se intercambian dos flujos de tasas flotantes pero cada uno de ellos se calcula según una base o fórmula distinta. Por ejemplo: *Libor* y tasa preferencial.

3) *Swap de divisas*: dos tomadores de créditos en diferentes mercados con diferente moneda intercambian sus obligaciones de principal e intereses.

4) *Swap híbrido*: dos tomadores de créditos intercambian tanto la moneda como la fórmula de tasa de interés. La compañía A emite obligaciones a interés fijo en el mercado de eurodólares y establece que los pagos de tasa de interés flotante se abonen a la compañía B, que, a su vez, paga a la compañía A un interés fijo en francos suizos. Aquí se combinan un *swap* de tasas de intereses con otro de divisas. Dado que,

en ocasiones, no es posible realizar un determinado *swap*, la transacción para lograrlo puede incluir una serie de partes y operaciones diversas para conseguirlo. Siguiendo las ideas presentadas en la anterior sección, podríamos concluir que los *swaps* surgen porque ciertos tomadores de créditos encuentran discontinuidades, dentro del espectro de medios financieros que se les ofrecen, y que logran suavizar de forma efectiva sirviéndose de transacciones que tienen lugar después de que se les ha concedido el crédito. Los *swaps* reflejan imperfecciones existentes en el mercado, mercados segmentados o diferentes percepciones de riesgos. Pueden producirse sólo porque diferentes tomadores de créditos gozan de diversas ventajas comparativas en distintos mercados, ya que de no ser así podrían obtener los fondos que necesitan directamente y en las condiciones que prefirieran. Si un tomador de crédito tiene una ventaja comparativa en el mercado de obligaciones a interés fijo, esto supone que quien suscribe obligaciones prefiere sus características a las de otra hipotética parte en el consiguiente *swap*. Esto puede producirse cuando, por ejemplo, los inversores manifiestan sus preferencias hacia compañías multinacionales o hacia nombres familiares. Puede, también, reflejar el efecto de normas que limiten la clase de inversiones que pueden realizarse. Puede ser consecuencia de ciertas consideraciones destinadas a lograr un equilibrio de la cartera de valores, como es el caso de bancos e instituciones cuyas carteras están muy concentradas en un sentido determinado. Por otra parte, puede que simplemente refleje ciertas diferencias en la percepción de riesgos entre quienes ofrecen fondos y quienes han de actuar como partes en un *swap*. Puede, también, reflejar diferencias en información, que llevan a que cada tomador obtengan fondos en el mercado en que es conocido y proceda luego a intercambiar obligaciones con otro para lograr ventajas mutuas. También la normativa vigente puede impedir el acceso de ciertos tomadores de créditos a determinados mercados, como ocurre en Japón, en donde hay normas que regulan el acceso a diferentes sectores del mercado de capitales.

Los convenios *swap* pueden reflejar, también, imperfecciones existentes en el mercado. Un ejemplo sería el de las operaciones a plazo, donde los mercados son eficientes y aceptan vencimientos hasta un máximo de un año, pero no van más lejos de dicho plazo. En este caso, los *swaps* de divisas sirven de instrumento de protección cuando resulta difícil asegurarse cobertura en moneda extranjera a largo plazo. Por

ello, un *swap* de divisas en el que los compromisos intercambiados sean a interés fijo en ambos casos produce un efecto similar al de una transacción a largo plazo de moneda extranjera. De esta forma, los *swaps* de divisas permiten materializar transacciones «a plazo» con vencimiento superior al que hoy permite el mercado a plazo de moneda extranjera. El *swap* no es más que una técnica que permite simular un mercado inexistente o mejorar otro que sí existe pero que es ineficiente.

La esencia del *swap* se halla en que cada tomador de créditos explota su ventaja comparativa y negocia con otra parte para lograr ventajas mutuas. Cumple una diversidad de funciones dentro de la innovación financiera: permite el libre acceso a una mayor variedad de mercados, crea un espectro más suave de medios, elimina o modifica las diferencias formales entre mercados de capital y mercados bancarios y aumenta la eficiencia de la intermediación financiera.

V. EVALUACION

Las innovaciones financieras no son un fenómeno nuevo. En cierto sentido, la historia de las finanzas y la evolución de los sistemas financieros no es más que la historia de las innovaciones financieras. Todos los instrumentos, técnicas, medios y mercados financieros hoy existentes y que se consideran rasgos característicos de las finanzas surgieron en algún momento y en aquel preciso momento pudieron haber sido calificados de innovaciones financieras. No obstante, el ritmo de innovación financiera se ha acelerado considerablemente en la década actual tanto en los mercados nacionales como en los internacionales.

Este es el fenómeno que hay que explicar. Aunque se trata de un proceso muy complejo, podemos indentificar cinco notas principales que producen esta aceleración a que nos estamos refiriendo. En primer lugar, la competencia. En la década de 1980 se ha intensificado en gran manera el ambiente competitivo de todos los sistemas financieros, tanto nacional como internacionalmente. Un segundo factor de gran importancia ha sido el desarrollo paralelo de la información y de las técnicas comerciales. Si, como dijimos, los cambios que han tenido lugar en los ambientes económicos y financieros han creado una demanda de nuevos instrumentos financieros, el desarrollo de nuevas técnicas ha

permitido atender a dichas demandas. Un tercer factor ha sido el volátil entorno financiero, especialmente en lo tocante a tasas de interés y tipos de cambio. Muchos de los instrumentos más recientes se han creado para ofrecer protección contra dicha volatilidad. En cuarto lugar, y encuadrado dentro de ese concepto de mayor competitividad del mercado, ha surgido una «actitud de marketing» en la dirección de las instituciones financieras. La creación de nuevos medios e instrumentos financieros representa un intento, realizado por los proveedores de fondos o servicios financieros, dirigido a hacerse con una porción del mercado y a crear demanda.

Una característica más de la década de 1980 ha sido una resuelta «internacionalización» de las finanzas. Pueden ustedes hallar mayor información sobre este tema en Llewellyn (1988b) y se puede considerar como el quinto factor que contribuye a la aceleración de las innovaciones financieras. Muchos de los más recientes medios e instrumentos financieros aparecieron por primera vez en los mercados internacionales (en parte debido a las especiales características del riesgo de intermediación financiera internacional y, en parte, debido a la mayor competitividad allí existente) y supusieron una respuesta a las normas promulgadas y vigentes en los mercados nacionales. Con posterioridad, fueron adoptados por distintos sistemas financieros de carácter nacional. Las innovaciones financieras han contribuido, en gran modo, como fuerza integradora, a la globalización del mundo de las finanzas (BIS, 1986).

Por ejemplo: los *swaps* de tasas de intereses y los de divisas han producido el efecto de integrar mercados y sistemas nacionales al facilitar, tanto a tomadores de créditos como a quienes ofertan fondos, nuevas oportunidades que, de no ser por dichas técnicas, les estarían vedados o por la normativa o por el costo. Con frecuencia sirven para aumentar los lazos entre mercados nacionales, así como para conectar distintos sectores dentro de un mercado regido por una misma moneda. El estudio del BIS cita casos en que compañías con clasificaciones crediticias no muy altas han podido obtener financiación a interés fijo. También (merced a *swaps* de tasas de interés unidos a emisiones de pagarés con tasa de interés flotante pero con techos preestablecidos para dichas tasas) las cajas y otras instituciones de ahorro de Estados Unidos han podido encontrar personas e instituciones no norteamericanas dispuestas a asumir parte del riesgo producido por los desajustes de sus tasas de interés, parte de los cuales, dicho sea de paso, obedecían a las normas vigentes.

CONCLUSION

Las innovaciones son un rasgo importante que caracteriza hoy a los sistemas financieros y a las finanzas en general. Han contribuido, en unos países más que en otros, a cambios estructurales de importancia en los diversos sistemas financieros de los distintos países, así como a una integración general de los mismos. El proceso de innovación financiera apoya cuatro funciones específicas de cualquier sistema financiero: a) incrementa la variedad de instrumentos financieros puestos a disposición de tomadores de créditos y proveedores de fondos al ofrecer diversas combinaciones de las características fundamentales de los mismos; b) aumenta la liquidez del sistema al crear activos y mercados financieros más «comerciales»; c) permite establecer un precio y transferir en su momento determinados riesgos, y d) permite que los tomadores de crédito accedan a ciertos mercados de los que, hasta entonces, habían sido excluidos. Estas pueden considerarse las «funciones» básicas de la innovación financiera.

BENEFICIOS DE LA INNOVACION

El análisis de las innovaciones puede resumirse considerando, de forma general, los beneficios que tales innovaciones proporcionan a los sistemas financieros. Los resumiremos de forma sucinta, puesto que todos ellos se hallan implícitos en la exposición anterior:

1. Los costos de intermediación financiera se reducen por dos factores fundamentales: a) por permitir a los tomadores de créditos acceder a mayor cantidad de medios y mercados financieros; b) por permitir, en ciertos casos, que las diversas instituciones exploten sus ventajas comparativas. Esto lo vimos al referirnos a la conversión de hipotecas en valores mobiliarios.
2. Los nuevos instrumentos financieros permiten el arbitraje entre mercados de diferentes países y entre instrumentos y van, poco a poco, eliminando las anomalías que puedan existir en los precios. Todo ello puede reducir las imperfecciones del mercado.
3. Ciertos instrumentos y ciertas técnicas permiten que los tomadores de créditos exploten sus ventajas comparativas en diversos mercados, lo que sirve, una vez más, para reducir los costos financieros. Los *swaps* podrían servir como ejemplo.

4. Varios instrumentos financieros (como futuros, opciones, etc.) proporcionan mayor variedad de posibilidades de protección y, por tanto, permiten protegerse contra determinados riesgos.

5. Como parte del mismo proceso, existen ciertos instrumentos financieros que permiten establecer un precio para los riesgos (una de las funciones básicas de cualquier sistema financiero) y transferirlos a quienes puedan y deseen hacerse cargo de ellos.

6. Dado que las innovaciones financieras crean mercados secundarios, contribuyen, por tanto, a facilitar la gestión y el ajuste de las carteras de valores y sirven también para poner precio a los riesgos.

7. Existen muchos instrumentos que permiten separar riesgos, ponerles precio por separado y «venderlos». Si el precio establecido es el correcto, se estará contribuyendo a mejorar la función del sistema financiero, consistente en asignar recursos eficientemente.

8. Como quiera que los nuevos instrumentos contribuyen a cubrir el espectro, aumentará el número de opciones ofrecidas y podrá establecerse que se atiende con mayor eficiencia a la demanda de los usuarios.

Las innovaciones financieras han producido el efecto de incrementar el grado de integración de mercados y centros financieros, puesto que hay gran cantidad de instrumentos que se ofrecen en distintos tipos de mercados y, a la vez, en mercados de diferentes países. Como consecuencia, la distinción tradicional de carácter formal entre intermediación en el mercado bancario y en el mercado de capitales ha ido perdiendo importancia. En este sentido, las innovaciones financieras han contribuido a un cambio estructural de carácter más general, que resulta evidente en algunos sistemas financieros (especialmente en Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Australia) y que supone la aparición de un sistema menos estructurado y más integrado en el que el carácter especializado de distintos tipos de instituciones financieras aparece menos acentuado. Ciertas innovaciones han permitido que algunos servicios tradicionales sean prestados por proveedores no tradicionales. Un ejemplo concreto en Estados Unidos fue la aparición de los fondos mutuos del mercado monetario, dotados de medios para realizar transacciones. Por lo tanto, de la misma manera que ciertos instrumentos producen el efecto de integrar y unir mercados, pueden también afectar a las funciones especializadas de las ins-

tituciones financieras. Ambas notas reflejan el papel que juegan las innovaciones a la hora de realizar una amplia cobertura del espectro, consecuencia natural, por otra parte, de la naturaleza competitiva de un sistema financiero.

El objetivo de este repaso ha sido el de probar que la innovación financiera no se debe al azar, sino que puede analizarse de modo sistemático dentro de un marco general de análisis. Una de las ideas centrales ha sido la de que el criterio final para juzgarlas debe basarse en el punto hasta el que los medios e instrumentos financieros creados a lo largo del proceso de innovación incrementan la eficiencia del sistema para que éste consiga cumplir sus funciones básicas.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1986): *Recent Innovation in International Banking*, Basilea, BIS.
- COLEBY, A. (1987): «The State of Banking: A UK Perspective», Bank of England, *mimeo*.
- FELGRAM, S. (1988): «Interest Rate Swaps: Risk and Prices», *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, diciembre.
- KOEHN, J., y SANTOMERO, A. (1980): «Regulation of Bank Capital and Portfolio Risk», *Journal of Finance*, diciembre.
- LLEWELLYN, D. T. (1988a): «The Policy Issues: Capital Adequacy», en J. S. G. Wilson (ed.), *Bank Asset and Liability Management*, Londres, Euromoney Publications.
- (1988b): «Financial Intermediation and Systems: Global Integration», en D. Fair (ed.), *International Monetary and Financial Integration: The European Dimension*, La Haya, Martinus Nijhoff.
- y DRAKE, L. (1987): «Secondary Mortgage Markets and the Securitisation of Mortgages», Loughborough University Banking Centre, *Paper*, núm. 45.
- LEWIS, M. (1988): «Off-Balance Sheet Business», en J. S. G. Wilson, *Bank Assets and Liability Management*, Londres, Euromoney Publications.

LOS MERCADOS DE VALORES Y LA BANCA: ALGUNAS CUESTIONES EN MATERIA DE REGULACION

T. R. G. BINGHAM (*)

LOS MERCADOS DE VALORES Y LA BANCA: ALGUNAS CUESTIONES EN MATERIA DE REGULACION

La considerable expansión de los mercados de valores en años recientes ha constituido a la vez una ruina y una bendición para la comunidad bancaria. No creo que haya dudas de que una gran proporción de los flujos que han pasado por los mercados de valores hubieran sido colocados, de no existir tales mercados, en depósitos bancarios y en préstamos a otros usuarios. No obstante, y al mismo tiempo, aunque en distintos grados, según los países, los bancos se han beneficiado del crecimiento de esos mercados con la expansión de sus actividades de suscripción, emisión, creación de mercados, negociación e inversión en valores.

Después de identificar primero los principales cambios en los mercados de valores y examinar luego algunas de sus causas y consecuencias, el presente trabajo aporta algunas reflexiones personales sobre tres cuestiones en materia de regulación. En primer lugar, cuáles son las implicaciones, para la regulación de los mercados de valores, de la creciente confianza en la capacidad de vender o emitir instrumentos negociables para hacer frente a necesidades de liquidez; segundo, qué problemas de regulación suscita el creciente carácter internacional de las operaciones con valores, y, finalmente, qué grado y qué tipo de regulación se necesita y resulta viable en los mercados de valores.

EVOLUCION DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LOS AÑOS OCHENTA

Durante la actual década, los mercados de valores se han caracterizado por cuatro tendencias principales. Primero, en respuesta a los conti-

nuados déficit del sector público, al descenso de los tipos de interés y a las medidas de las autoridades para fomentar la aparición y expansión de determinados instrumentos y mercados financieros, se ha producido un fuerte crecimiento en el volumen y variedad de las nuevas emisiones. En segundo lugar, en parte debido a la fortaleza de la nueva actividad emisora, pero sobre todo gracias a la fuerte tendencia al alza de las cotizaciones, el valor de los títulos en circulación ha aumentado considerablemente. Tercero, la actividad de los mercados secundarios ha aumentado espectacularmente a raíz del descenso de los costes de las operaciones y la suavización de las restricciones administrativas sobre volúmenes de las carteras de valores y sobre las actividades de negociación. Por último, los mercados de valores han adquirido un carácter más internacional a medida que los inversores institucionales y otros grandes protagonistas del mercado han buscado diversificar sus carteras, minimizar sus costes y obtener los máximos rendimientos compatibles con la seguridad y la liquidez.

La actividad en los mercados primarios

Las estadísticas elaboradas por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) aportan algunas indicaciones sobre la expansión de las emisiones de valores internacionales de primera clase y su creciente importancia en comparación con los préstamos bancarios (cuadro núm. 1). En 1981, la financiación internacional neta en renta fija representaba sólo una quinta parte de los préstamos de la banca internacional. Durante los siguientes dos años la financiación internacional en renta fija casi se duplicó, alcanzando los 58.000 millones de dólares en 1983, mientras que los préstamos de la banca internacional se redujeron a la mitad, hasta 85.000 millones de dólares, a raíz de la crisis de la deuda. Entre 1983

CUADRO NUM. 1

PRESTAMOS NETOS ESTIMADOS EN MERCADOS INTERNACIONALES: VARIACIONES EN LOS CREDITOS EXTERNOS DE LOS BANCOS QUE INFORMAN AL BIS Y EMISIONES INTERNACIONALES DE VALORES

	Flujos con tipos de cambio reajustados (1)						Stocks a finales de 1986
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	En miles de millones de dólares						
Préstamos internacionales totales de los bancos informantes (2)	264,8	180,5	105,7	124,1	233,5	476,6	3.221,1
Menos: doble contabilidad debida a redepósitos entre los bancos informantes	99,8	85,5	20,7	34,1	128,5	316,6	1.451,1
A = Préstamos netos de la banca internacional (3)...	165,0	95,0	85,0	90,0	105,0	160,0	1.770,0
Emisiones de eurobonos y obligaciones extranjeras.	44,0	71,7	72,0	107,9	163,7	220,3	—
Menos: amortizaciones y recompras	12,0	13,2	14,0	24,9	38,7	64,3	—
B = Financiación internacional neta en obligaciones.	32,0	58,5	58,0	83,0	125,0	156,0	700,0
C (A + B) = Total financiación bancaria y en obligaciones	197,0	153,5	143,0	173,0	230,0	316,0	2.470,0
Menos: doble contabilidad (4)	7,0	8,5	13,0	28,0	55,0	76,0	190,0
D = Total financiación neta bancaria y en obligaciones.	190,0	145,0	130,0	145,0	175,0	240,0	2.280,0

(1) Los créditos bancarios no denominados en dólares se han convertido en dólares a tipos de cambio constantes de cierre trimestral; las obligaciones no denominadas en dólares, a los tipos vigentes en la fecha de la convocatoria.

(2) Hasta 1983, el área informante incluye bancos de los países del «Grupo de los Diez». Luxemburgo, Austria, Dinamarca e Irlanda, más las sucursales en el extranjero de bancos de Estados Unidos en Bahamas, Islas Caimán, Panamá, Hong-Kong y Singapur. A partir de 1984, el área informante incluye además Finlandia, Noruega y España, así como bancos no estadounidenses dedicados a actividades internacionales en Bahamas, Islas Caimán, Hong-Kong y Singapur, todas las unidades *offshore* en Bahrein y todos los bancos *offshore* que operan en las Antillas Holandesas.

(3) Además de los créditos directos sobre usuarios finales, estas estimaciones incluyen algunas posiciones en el interbancario: primero, créditos a bancos fuera del área informante, pues se supone que esos bancos «periféricos», en la mayoría de los casos, no tomarán fondos en préstamo de los bancos situados en los centros financieros simplemente con el fin de redepositarlos en otros bancos de tales centros; segundo, créditos a bancos dentro del área informante, en la medida en que esos bancos convierten los fondos en moneda nacional y/o los utilizan para préstamos directos en divisas a sus clientes nacionales; tercero, una gran porción de los créditos en divisas a los bancos del país de emisión de la moneda en cuestión; por ejemplo, créditos en dólares de bancos de Londres a bancos en Estados Unidos; también aquí se supone que los bancos prestatarios obtienen los fondos, sobre todo, para fines domésticos y no para volver a prestarlos en el extranjero; se realiza una deducción, sin embargo, en lo que respecta a los fondos de explotación y partidas similares.

(4) Obligaciones tomadas por los bancos informantes, en la medida en que figuran incluidas en las estadísticas bancarias como créditos a no residentes; obligaciones emitidas por los bancos informantes, principalmente para apuntalar sus actividades crediticias internacionales.

y 1986 la financiación internacional neta en renta fija se triplicó, llegando hasta los 156.000 millones de dólares. Los préstamos de la banca internacional volvieron a crecer, pero sin llegar a superar su nivel de 1981 (aproximadamente, 160.000 millones de dólares), con lo que a mediados de la década la financiación internacional en renta fija ha adquirido tanta importancia como los préstamos de la banca internacional.

La actividad de los mercados nacionales de valores también ha sido boyante. Los datos sobre nuevas emisiones de obligaciones, de acciones y de ciertos tipos tradicionales de papel a corto plazo en los mercados nacionales de los países del «Grupo de los Diez» indican que la actividad en los mercados primarios ha sido superior en la década actual que en períodos precedentes (cuadro núm. 2). Evidentemente, existen diferencias entre países y entre segmentos de mercado y se producen declives, como ocurrió en el mercado de obligaciones a finales de 1986 y primera parte de 1987, cuando los tipos de interés empezaron a subir. Pero, en su conjunto, se evidencia un claro movimiento alcista

en la actividad de los mercados primarios a nivel nacional.

Una de las razones de las diferencias entre países, en cuanto al crecimiento de sus mercados nacionales de valores, puede estar en el distinto grado de acceso a los mercados internacionales de valores. Para países como Alemania, Japón, Gran Bretaña y Estados Unidos, que han prescindido del control de cambios y han suavizado o eliminado sus restricciones a las carteras de inversión, las operaciones en valores no se limitan a los mercados nacionales. Existen amplias evidencias de que las emisiones y compras de valores de los japoneses en mercados extranjeros han sido sustanciales en los últimos años. Para aquellos países que siguen imponiendo restricciones obligatorias al movimiento de divisas y a las carteras de inversión, como hasta hace muy poco Francia e Italia, lo que suele producirse es un incremento en la actividad de sus mercados nacionales de valores como ha sucedido en tales países. En segundo lugar, parece existir una relación bastante estrecha entre el volumen y la persistencia de déficit en el sector

CUADRO NUM. 2
EMISIONES DE TITULOS EN MERCADOS NACIONALES
(En porcentaje del PNB)

	1966-72 * Anual		1973-79 ** Anual		1980-85 Anual		1985	1986
	Prom.	Máx.	Prom.	Máx.	Prom.	Máx		
Acciones (1)								
Alemania	0,5	0,6	0,4	0,6	0,4	0,6	0,6	0,8
Bélgica	1,2	1,7	1,0	1,8	2,5	5,7	2,2	2,6 ^a
Canadá	0,7	1,2	1,2	2,8	2,1	2,4	2,3	2,8
Estados Unidos	0,9	1,4	0,4	0,7	-0,3	0,9	-1,7	-1,8
Francia	0,1	0,1	0,1	0,1	1,1	1,7	1,7	2,9
Italia	1,4	1,8	1,5	2,4	1,9	2,3	2,2	3,1
Japón	1,2	1,6	0,8	1,3	0,7	0,9	0,6	0,4 ^b
Países Bajos	—	—	0,1	0,2	0,2	0,6	0,6	0,7
Reino Unido	0,6	1,1	0,6	1,2	0,6	1,2	1,2	2,0
Suecia	—	—	0,9	1,2	1,2	1,6	1,3	1,3
Suiza	0,7	1,0	0,7	1,1	0,8	1,3	1,0	2,5
Bonos (2)								
Alemania	2,8	4,1	3,7	4,8	4,9	5,6	5,6	5,3
Bélgica	—	—	9,8	13,5	10,7	15,7	15,7	8,0 ^b
Canadá	4,5	7,1	5,1	6,6	5,8	6,3	5,9	4,0
Estados Unidos	4,5	6,4	6,2	9,2	8,8	13,4	13,4	13,7
Francia	2,0	2,3	2,0	2,6	3,7	5,3	5,3	5,3
Italia	6,1	7,9	8,6	11,8	9,0	14,8	14,8	13,2
Japón	5,2	7,0	7,8	9,6	7,8	8,8	6,2	6,5 ^b
Países Bajos	—	—	1,9	2,4	4,0	5,3	4,1	2,2
Reino Unido	2,2	6,7	3,6	5,2	3,3	4,6	3,0	2,3
Suecia	—	—	9,3	11,7	12,1	15,8	11,2	15,6
Suiza	5,4	6,7	5,4	7,3	8,1	10,3	10,3	10,6
Papel a corto (3)								
Bélgica	—	—	1,6	2,7	4,1	5,9	1,7	8,5 ^b
Canadá (CP)	0,3	0,6	0,5	1,4	0,1	0,5	-0,1	0,4
Canadá (TB)	0,4	1,1	1,0	1,5	2,7	4,2	2,8	4,1
Estados Unidos	0,6	1,5	0,5	1,1	0,7	1,4	1,4	0,5
Italia	0,4	1,5	4,0	6,1	4,7	8,4	1,9	1,3
Japón	0,5	1,1	0,7	2,7	0,1	0,8	-0,2	1,4 ^b
Reino Unido	—	—	0,2	1,8	-0,1	0,1	—	0,1
Certificados de deuda								
Países Bajos	—	—	6,2	6,7	4,9	6,1	4,5	4,9

Basado en fuentes nacionales que difieren conceptualmente de unos países a otros.

* Reino Unido y acciones de Francia, 1970-72; *Treasury Bills* del Canadá, 1969-72, y de Italia, 1967-72.

** Suecia, 1974-79; Países Bajos, 1976-79; papel a corto de Bélgica, 1975-79.

(1) Emisiones netas (en Bélgica, Italia, Suecia y Suiza, brutas).

(2) Emisiones netas. Bélgica, Canadá y Suecia, sólo emisiones en moneda del país; Suiza, sólo emisiones públicas; Estados Unidos, incluye *Treasury Bills*.

(3) Bélgica, papel a menos de un año; Canadá (TB), Italia y Reino Unido, *Treasury Bills*; Canadá (CP) y Estados Unidos, *commercial paper* (pagarés de empresa).

a Primeros seis meses.

b Primeros nueve meses.

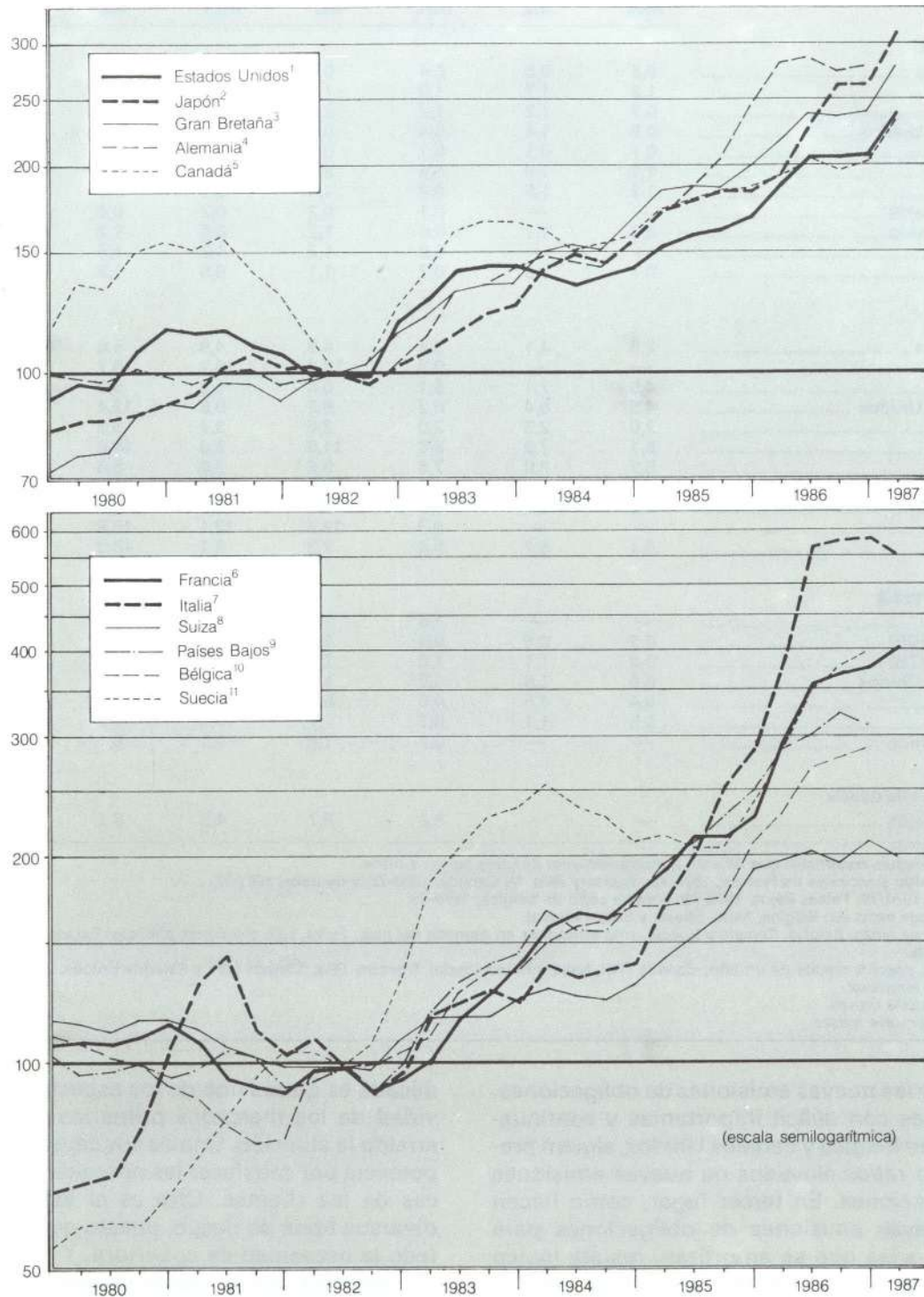
público y las nuevas emisiones de obligaciones. Los países con déficit importantes y continuados, como Bélgica y Estados Unidos, siguen presentando *ratios* elevados de nuevas emisiones de obligaciones. En tercer lugar, como hacen falta nuevas emisiones de obligaciones para sustituir a las que se amortizan, resulta lógico que, en relación con el PNB, las nuevas emisiones de deuda superen a las nuevas emisiones de acciones, que no necesitan ser retiradas de la circulación.

La multiplicación de instrumentos financieros que se produjo durante la primera mitad de esta

década es quizás uno de los aspectos de la actividad de los mercados primarios que más ha atraído la atención. Una de sus causas es la competencia por satisfacer las necesidades específicas de los clientes. Otra es el incremento en diversos tipos de riesgo, puesto que ha aumentado la necesidad de cobertura. Y no es simple coincidencia que la rápida expansión inicial de las bolsas de futuros, los contratos a plazo y las opciones se produjera en los primeros años ochenta, cuando la volatilidad de los tipos de interés era máxima. Anteriormente, cuando esos riesgos eran menores, podían ser asumidos más fácilmente por los agentes últimos.

GRAFICO 1

COTIZACIONES DE LAS ACCIONES EN LAS BOLSAS DE LOS PAISES DEL «GRUPO DE LOS DIEZ», 1980-1987
(2.º trimestre de 1982=100)



¹Índice de acciones de sociedades Standard and Poor's. ²Índice general de Tokio. ³Índice de acciones ordinarias del *Financial Times*. ⁴Índice general del *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. ⁵Índice compuesto de Toronto. ⁶Índice general del IN-SEE (bolsa de París). ⁷Índice total italiano. ⁸Índice total suizo. ⁹Índice de acciones nacionales de Amsterdam. ¹⁰Índice general de Bruselas y Amberes. ¹¹Índice general de Estocolmo.

CUADRO NUM. 3
MERCADOS DE TÍTULOS EN PAÍSES ESCOGIDOS
(En miles de millones de la moneda nacional)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Estados Unidos							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación (valor de las transacciones)	475,9	490,7	602,9	957,1	959,1	1.197,2	1.704,3
De lo cual: bonos	5,2	5,7	7,2	7,6	7,0	9,0	
Valor en circulación ¹	1.863,5	1.819,9	2.165,6	2.508,9	2.612,9		
De lo cual: acciones	1.282,8	1.143,8	1.305,4	1.581,4	1.586,1	1.950,3	2.199,3
<i>Fuera de Bolsa:</i>							
Contratación ²					15.079	20.586	28.596
Japón							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación	42.161	58.747	42.668	65.333	83.121	94.640	193.059
<i>Fuera de Bolsa:</i>							
Contratación	272.503	288.429	327.108	385.097	692.470	2.164.670 ³	2.619.876 ³
Valor en circulación	121.775	137.680	156.658	174.672	189.120		
Reino Unido							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación	196,3	190,7	260,0	287,6	364,7	390,5	292,0 ⁴
De lo cual: bonos	165,5	158,3	222,6	231,6	291,6	284,9	207,6 ⁴
Valor en circulación					334,3		
De lo cual: bonos					129,9		
Alemania							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación	83,2	86,8	128,8	185,6	234,3	436,0	602,5
De lo cual: bonos	50,3	51,6	88,4	86,3	132,8	199,1	274,3
Francia							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación	121,7	140,7	216,8	321,2	503,9	870,0	911,5
De lo cual: bonos	63,2	83,8	151,3	221,7	409,6	717,6	740,3
Valor en circulación	852,1	838,3	1.027,3	1.371,7	1.728,3	2.273,4	
De lo cual: bonos	586,3	605,0	816,0	1.033,0	1.296,8	598,1	

¹ En la Bolsa de Nueva York.

² Ventas acumuladas durante cada año natural.

³ Incluye transacciones de instituciones financieras.

⁴ Seis primeros meses.

Fuente: Bank of Japan, *Economic Statistics Annual*; Deutsche Bundesbank, *Statistische Beihefte zu den Monatsberichten*, ANSEE, *Annuaire Statistique de la France*; US Dept. of Commerce, *Survey of Current Business*; Reino Unido, *The Stock Exchange Official Yearbook*.

Valor de los títulos en circulación

La segunda gran tendencia de los mercados de valores —el aumento de valor de los títulos en circulación— es un resultado de la interacción entre oferta y demanda y se refleja en dos hechos simultáneos: el creciente y constante aumento en el flujo de nuevas emisiones que acaba de describirse y la pujanza en las cotizaciones de los valores durante la primera mitad de la década actual. El movimiento generalizado a la baja de los tipos de interés hasta mediados de 1986 provocó un aumento del precio de mercado de los valores de renta fija. Y, más importante aún, el auge de las cotizaciones de las acciones en los últimos años ha multiplicado el valor del *stock* de títulos en circulación (gráfico 1). El aumento del precio de las acciones explica, en gran parte, el crecimiento del 50 por 100 en el valor

de los títulos en circulación que se ha registrado en los principales países industrializados durante la primera mitad de los años ochenta. Sin esta bonanza en las cotizaciones, los denominados *income gering ratios* o *ratio* entre PNB y *stock* de acciones se hubieran deteriorado considerablemente y en Estados Unidos el volumen de acciones en circulación hubiera descendido en términos reales a raíz de las retiradas netas de acciones ligadas a las adquisiciones de empresas por sus empleados y operaciones similares.

El aumento de los precios de las acciones puede atribuirse a distintos factores: descenso de los tipos de interés, reducción de las restricciones que dieron origen a las cuantiosas redistribuciones, por una sola vez, de las carteras de inversiones, medidas oficiales para fomentar la inversión en acciones, ajustes estructurales que

multiplicaron las expectativas de rentabilidad a largo plazo del sector empresarial, etc. Vale la pena señalar que los precios de los valores han aumentado a pesar del crecimiento de la oferta derivado de los importantes programas de reprivatización de varios países, así como de la tendencia creciente a emitir valores en vez de endeudarse con la banca.

Actividad de los mercados secundarios

La notable expansión de las operaciones en los mercados secundarios es la tercera característica clave de la década actual y la que presenta implicaciones de mayor alcance para las medidas destinadas a garantizar una adecuada liquidez sistémica. Constituye, además, el cambio más espectacular en términos de volumen. Dadas las diferencias en los tipos de valores negociados y en la organización de los mercados en los distintos países, cualquier comparación entre países ha de hacerse con sumo cuidado (cuadro núm. 3). Pero en bastantes países las operaciones en mercados secundarios han experimentado una expansión más rápida que las emisiones primarias o incluso que el aumento en los precios de las acciones. Además, el crecimiento ha sido más rápido en los mercados no oficiales y en aquellos países (como Francia, Alemania y Japón) en los que la negociación de valores tradicionalmente no ha sido tan intensa como en los dos grandes centros financieros mundiales (Nueva York y Londres).

La reducción de los costes de las operaciones, debida a los cambios tecnológicos y a la suavización de las restricciones oficiales sobre autorizaciones para operar y fijación de precios constituye una razón fundamental para el auge de la actividad en los mercados secundarios. Pero otra causa importante puede encontrarse en el aumento de inversores institucionales, que negocian en grandes bloques y se benefician de los descuentos. Las instituciones realizan además sus operaciones a tan gran escala, que les debe resultar rentable buscar oportunidades de arbitraje o aplicar unas estrategias de negociación que al pequeño inversor le resultarían demasiado costosas. Una mayor competencia en suscripciones y en otras actividades del mercado primario ha inducido a bancos y entidades de inversión a dedicarse más activamente a la negociación de carteras más amplias de valores, lo cual, a mayor abundamiento, ha resultado más rentable en un entorno de descenso de los tipos de interés. Igualmente, la mayor volatilidad de los tipos de cambio y de interés a corto y medio plazo ha contribuido al aumento de las operaciones. Las compras y ventas de valores

constituyen con frecuencia un elemento en las operaciones de cobertura, lo cual, a la luz del aumento de los riesgos percibidos y el descenso en el coste de las coberturas, ha permitido su considerable expansión.

Vínculos internacionales crecientes entre mercados de valores

El cuarto y último rasgo de la actividad de los mercados de valores durante la década actual lo constituye su creciente internacionalización. Se ha hablado con mucha frivolidad de la «globalización» de los mercados financieros, pero al menos en lo que respecta a la banca, la expansión de la actividad internacional no es nada novedoso ni está sin documentar, pues se ha producido a un ritmo bastante rápido a lo largo de varias décadas. Es en el campo de las operaciones con valores donde los cambios han sido más espectaculares.

A principios de la década, la actividad internacional en valores era modesta. El sector de eurobonos era menospreciado por la banca internacional y la presencia extranjera en mercados nacionales de valores se limitaba a un moderado volumen de emisiones extranjeras de obligaciones y a una cantidad sólo nominal de emisiones de acciones en un muy reducido número de mercados nacionales. La participación de entidades inversoras extranjeras en los mercados nacionales —como agentes, corredores y creadores de mercado— era virtualmente desconocida, aunque las principales firmas de inversión tenían en ocasiones pequeñas sucursales en el extranjero que prestaban apoyo a las operaciones de su sede central, fundamentalmente suscribiendo emisiones extranjeras en mercados nacionales y prestando servicios de gestión de carteras.

En los años siguientes, las entidades inversoras han conseguido acceso a las bolsas de valores de los tres principales centros financieros mundiales y a algunos mercados secundarios iniciando la suscripción de euroacciones emitidas y negociadas simultáneamente en distintos centros e incluso empezando a suscribir y crear mercados en títulos públicos nacionales, que tradicionalmente han constituido un coto cerrado de las entidades domésticas.

Pueden citarse razones muy diversas para la creciente internacionalización de los mercados de valores. Los controles y regulaciones han desempeñado un papel, a la vez, positivo y negativo. En primer lugar, la suavización de varias restricciones, como las relativas a movimientos de capitales, composición de carteras y acceso

a mercados, ha permitido a entidades de inversión y bancos llevar a cabo un mayor volumen y una más amplia gama de operaciones con valores en un número cada vez mayor de países. En segundo lugar, el mantenimiento de restricciones sobre la realización de operaciones con valores por parte de los bancos en los mercados nacionales de Estados Unidos y Japón, los dos países que presentan los mayores superávits y déficit financieros, han desplazado la competencia hacia la arena internacional donde esas limitaciones no son aplicables. A fin de mantener sus posiciones de mercado frente a la mayor competencia de los bancos captadores de depósitos, que han tratado de aumentar sus ingresos por comisiones en operaciones con valores y similares, a medida que se reducían sus márgenes en la actividad crediticia, las entidades de inversión han ampliado sus operaciones exteriores.

Un nuevo ímpetu a la expansión de las entidades internacionales de inversión ha venido dado por la implantación de distintas reglas, convenciones y estructuras oligopolistas de mercado en los centros financieros nacionales que frecuentemente permiten una más barata emisión de valores a nivel internacional. Además, a medida que se acentúan las presiones en pro de una mayor aunque gradual liberalización de los mercados financieros nacionales, los bancos y las entidades de inversión que operan a partir de mercados nacionales fuertemente regulados, como Japón, pueden considerar interesante para ellos financiar la expansión de sus actividades internacionales con ingresos internos, a fin de establecer y consolidar sus posiciones en el mercado global. Una vez que los mercados nacionales se liberalicen totalmente, esa subvención cruzada de carácter estratégico resultará imposible.

La creciente preferencia de prestatarios y prestamistas por los valores, en vez de los créditos bancarios, ha sido otro factor decisivo en el crecimiento, tanto nacional como internacional, de los mercados de valores. Los inversores institucionales prefieren las carteras de valores a los depósitos bancarios. Los tipos de rendimiento de los valores suelen ser más elevados y el crecimiento de los mercados secundarios ha aumentado su liquidez. Por otro lado, los acuerdos *swap*, las opciones y otros instrumentos suplementarios permiten un replanteamiento de los contratos estándar sobre valores, con lo que resulta más fácil que en épocas anteriores satisfacer las exigencias de prestatarios y prestamistas. Los prestatarios prefieren esta forma de financiación porque usualmente su coste es infe-

rior al de los préstamos bancarios. De hecho, los prestatarios de máxima clasificación han sido capaces de emitir títulos a precios inferiores a los pagados por los bancos sobre su propio pasivo. Algunos bancos tienen ahora que pagar una prima de riesgo más alta que antes debido al deterioro en la calidad de algunos de sus activos, especialmente en los préstamos a países subdesarrollados y en los otorgados a sectores o regiones concretos en determinados países. El descenso de la inflación, la caída de los tipos de interés y en algunos países la persistencia de fuertes déficit públicos son otra serie de factores de naturaleza macroeconómica que contribuyen a la expansión de los mercados de valores.

CUESTIONES EN MATERIA DE REGULACION

Los cambios de los mercados de valores suscitan toda una serie de cuestiones en materia de regulación, algunas de las cuales han recibido una atención considerable últimamente: el *insider trading*, la realización de operaciones con valores por parte de los bancos (Glass-Steagall), las implicaciones para la eficiencia y la estabilidad de una creciente actividad financiera no acompañada de una expansión equivalente en la actividad real, el acceso a los mercados, la toma de posiciones, el control de riesgos y la adecuación de los capitales, etc. El presente trabajo sólo se ocupa de unas cuantas cuestiones seleccionadas:

1. de qué modo las tendencias antes descritas afectan a la forma de satisfacer las necesidades de liquidez y cuál es la respuesta apropiada en materia de regulación;
2. qué implicaciones en materia de regulación presenta la creciente internacionalización de los mercados de valores, y
3. qué grado y qué tipo de regulación del mercado de valores es necesario y resulta viable.

Liquidez y regulación

El crecimiento de los mercados de valores significa que la venta de valores en circulación y la emisión de otros nuevos se han convertido en complementos cada vez más importantes de un patrimonio, el cual podría estar constituido por dinero en efectivo y una cartera de activos cuyo calendario de vencimientos y amortizaciones se correspondería con el movimiento previsto de los pagos. Por consiguiente, el hundimiento del mercado de valores sería mucho más perjudicial para el funcionamiento de todo el sistema eco-

nómico y financiero que en el pasado, cuando los perdedores principales hubieran sido los tenedores individuales y los emisores de nuevos valores.

En consecuencia, se ha producido un cambio sutil, pero significativo, en la justificación de la regulación. Deja así de quedar confinada a la protección de prestatarios y prestamistas individuales para parecerse a la justificación de la regulación de la banca y de la existencia de un prestamista de última instancia: garantizar que los beneficios para la economía en su conjunto —las «externalidades»— de la constante provisión de liquidez no se vean amenazados. La regulación del mercado de valores pasa así a tener unas consecuencias sistémicas, y hay que empezar a tomar en consideración la existencia de un «creador de mercado de última instancia».

Estructura y funcionamiento de los mercados secundarios

La íntima relación que existe entre la estructura y el funcionamiento de un mercado, y especialmente de un mercado financiero, hace que resulte útil examinar los rasgos principales de los mercados secundarios y analizar el papel del *creador de mercados*. Una característica importante de los mercados secundarios activos es un cierto grado de eficiencia reflejada en unos márgenes más estrechos entre oferta y demanda, unas comisiones modestas y una volatilidad relativamente baja de las cotizaciones. La profundidad del mercado viene estimulada por la presencia de muchos participantes reales o potenciales y por un cierto grado de estandarización. Si existe una gran diversidad en los tipos de contratos financieros, el mercado acaba inevitablemente segmentado. Por esta razón, los mercados secundarios más activos surgen inicialmente alrededor de instrumentos muy extendidos con unas características de riesgo crediticio similares, usualmente bastante bajo: divisas, papel del Tesoro, CD, papel comercial, etcétera. La estandarización de otros componentes del contrato, como denominaciones, vencimientos, métodos de cómputo de los tipos de interés, calendarios de amortización, etc., contribuye también a la aparición de mercados secundarios activos. De hecho, una de las razones de que la creación de instrumentos financieros a la medida de cada prestatario haya sido abandonada en fechas recientes está en la inexistencia de mercados secundarios para tales productos. Otra razón ha sido que cada vez hay más posibilidades de satisfacer necesidades específicas mediante la conjugación de modalidades estándar en un solo instrumento sintético.

Una segunda característica de los mercados secundarios activos es la presencia de *creadores de mercado*. Aunque en un mercado secundario resulte posible trabajar sobre la base del corretaje puro, en el que las operaciones se cierran una vez que han aparecido dos partes con necesidades que se complementan, los mercados suelen tener mayor intensidad y ser más activos cuando existen firmas dispuestas en todo momento a cotizar precios de compra y de venta firmes, al menos por una cantidad mínima. El *creador de mercado* ha de poseer o ser capaz de obtener en plazo muy breve un *stock* del instrumento financiero en cuestión, lo que, por lo general, significa que suele tener una posición abierta. Esta posición es una importante fuente de ingresos como complemento de la que surge del margen entre las cotizaciones de oferta y demanda, especialmente en un entorno de tipos de interés al alza como los de años recientes, pero también implica riesgos, que en ocasiones pueden ser sustanciales. Para hacerles frente el creador de mercado ha de disponer del capital adecuado, y los beneficios derivados de la creación de mercados han de ser proporcionales a los riesgos.

Un tercer rasgo de la mayoría de los mercados financieros —y no sólo de los secundarios— es la tendencia hacia la concentración, al menos a largo plazo. Las instituciones grandes normalmente se hallan en situación ventajosa en los mercados financieros. Gozan de mayor confianza entre los participantes en el mercado, tienen influencia sobre las regulaciones que se promulgan y, con frecuencia, obtienen el endoso de las autoridades en forma de operador principal, o una posición similar, con mayor facilidad que las pequeñas firmas. Aunque puede haber una multitud de pequeños participantes, la mayoría del negocio usualmente corresponde a un pequeño grupo de grandes firmas.

Esta tendencia a una estructura oligopolista en los mercados secundarios puede influir en la formación de los precios. En un mercado concentrado, los *creadores de mercados*, especialmente aquellos que disponen de importantes redes de comercialización, se mostrarán reacios a cotizar precios firmes o a divulgar datos sobre el volumen o los precios de sus operaciones, pues ello permitirá a los competidores conocer sus estrategias. La negociación muchas veces se llevará a cabo a precios distintos de los cotizados y los precios cerrados no serán homogéneos, es decir, contratos idénticos negociados al mismo tiempo tendrán precios distintos para diferentes interlocutores. Los *creadores de mercado* pueden también hallar incentivos en activi-

dades de venta al descubierto y de ventas «amenazadoras», esto es, tratando de influir en los precios mediante la variación de las cantidades destinadas al mercado secundario. La estructura oligopolista de mercado que prevalece en el mercado de eurobonos explica por qué ha resultado tan difícil crear un sistema de negociación mediante pantallas de terminales a pesar de que la tecnología existe y las autoridades están favorablemente dispuestas.

La regulación de los mercados secundarios

Las relaciones entre la estructura y el funcionamiento de los mercados secundarios, ¿qué implicaciones presentan para el diseño de las regulaciones aplicables? En primer lugar, ponen en evidencia un dilema regulador básico. Por un lado, el margen entre las cotizaciones de oferta y demanda ha de ser lo más pequeño posible, a fin de fomentar la eficiencia y promover un gran volumen de operaciones. Consiguientemente, resulta muy deseable fomentar la competencia, suavizar las barreras de acceso y eliminar rigideces en comisiones y márgenes provocadas por los controles administrativos o los comportamientos monopolísticos.

Por otro lado, como la creación de mercados genera para la economía en su conjunto, beneficios sustanciales muy superiores, por ejemplo, a los ingresos fiscales por los beneficios generados en la creación de mercados, el mantenimiento de la continuidad en los mercados es una condición esencial. Si el rendimiento por la creación de mercados no es el adecuado o los riesgos demasiado grandes, las entidades de inversión dejarán de cotizar precios firmes de ida y vuelta a la menor crisis que se produzca. El cese de la actividad de creación de mercados en el mercado de pagarés perpetuos a interés flotante a finales de 1986 es un ejemplo reciente de cómo el atasco de un mercado no sólo afecta a la liquidez de los títulos en circulación, sino que tiene también un impacto sobre la capacidad de los emisores para vender papel en el mercado primario. Además, demuestra que los acontecimientos en un mercado pueden afectar muchas veces a otro en el que se negocia un tipo de papel similar.

Por estas razones las autoridades han de llegar a un compromiso entre esas dos corrientes contrarias: la competencia ha de fomentarse, pero también deben cumplirse unos criterios mínimos. En la mayoría de los mercados, la tendencia que se ha impuesto ha sido la de lograr ese equilibrio eliminando los controles sobre las cotizaciones y suavizando, aunque no aboliendo, las restricciones de acceso, pero insistiendo,

al mismo tiempo, en determinados criterios mínimos para todos los creadores de mercado. Un enfoque óptimo sería el mantenimiento de los controles de acceso mediante un sistema de designación, habilitación o concesión de licencias. Este es el principio que inspira la reciente legislación sobre servicios financieros en Gran Bretaña, que estipula que sólo las entidades autorizadas estarán facultadas para prestar servicios financieros.

Este planteamiento no sólo es coherente con las responsabilidades de las autoridades ante la comunidad en su conjunto, sino también con los intereses de las principales instituciones establecidas. La existencia continuada de barreras de acceso a la creación de mercados, especialmente si son de un nivel lo suficientemente bajo como para no impulsar la creación de mercados alternativos, permite a las firmas establecidas apropiarse de las rentas diferenciales oligopolistas en mayor medida que la que, de cualquier otro modo, sería posible. Además, cuando las comisiones y honorarios dejan de estar bajo control, esas firmas pueden cotizar sus servicios por debajo del umbral que provoca la aparición de mercados paralelos. Esto, a su vez, resulta beneficioso para las autoridades, puesto que no necesitan estar tan atentas a posibles maniobras de evasión. La función de policía se delega, como está sucediendo, en las firmas de inversión.

La interrelación entre función y estructura presenta otras implicaciones en el diseño de las regulaciones aplicables. En primer lugar, ciertas reglas y convenciones que parecen mínimas o insignificantes pueden tener consecuencias de largo alcance para el funcionamiento del mercado. Por ejemplo, en algunos países la fijación de un límite en las órdenes permite a otros operadores (no creadores de mercados) y al público competir indirectamente con los creadores de mercado, colocando órdenes de compra y de venta a condición de que los precios alcancen determinados niveles. Esto reduce el poder oligopolista del creador de mercado y tiende a generar más información. Las normas que obligan a los creadores de mercado a fijar sus precios electrónicamente en las pantallas producen efectos similares.

En segundo lugar, la existencia de creadores de mercado significa que hay un grupo de agentes cuyas posiciones abiertas les otorgan un interés adquirido en favor de la estabilidad. Este interés puede ser utilizado al promulgar normas que fomenten los mercados estables: ciertos requisitos de publicidad, normas sobre oscilación máxima de cotizaciones aplicables a algunas

bolsas, concentración de órdenes en momentos concretos, etcétera.

En tercer lugar, las autoridades, como emisoras de algunos de los valores principales ostentados a efectos de liquidez, han de asegurarse de que la oferta de esos valores sea la adecuada. En realidad, ésta es la razón de que la posición de creador de mercado y el acceso privilegiado a las nuevas emisiones públicas (mediante la participación en sindicatos de suscripción o en subastas) vayan muchas veces de la mano. En este aspecto, las autoridades pueden actuar como creador de mercado en última instancia.

Cuestiones en materia de regulación internacional

En otros tiempos, cuando las operaciones con valores estaban esencialmente limitadas a las que realizaban los residentes de un mismo país, y las consecuencias sistémicas de un cese en la actividad de creación de mercados eran menos graves, había una menor necesidad de cooperación internacional en la elaboración de las normas aplicables al sector de valores. Los sistemas nacionales de regulación solían evolucionar independientemente unos de otros, con algunos países favoreciendo sistemas de autorregulación, otros resaltando los requisitos de publicidad y la confianza en la disciplina del mercado, ejercitando el control a través de los bancos, impidiendo a los bancos la realización de importantes tipos de operaciones con valores, creando comisiones nacionales, asignando responsabilidades reguladoras a autoridades territoriales (provincias, estados, *länder*, cantones), etc. Esta heterogeneidad en los planteamientos y en la asignación de responsabilidades complica cualquier labor de cooperación internacional al tiempo que hace que determinadas cuestiones, como la extraterritorialidad y la reciprocidad, adquieran una mayor gravedad en la regulación de los mercados de valores que en el sector bancario.

Extraterritorialidad y reciprocidad

En principio, existen cuatro formas de lograr la coherencia de la actividad reguladora a través de las fronteras nacionales:

1. Creación de normas generales aplicables con igual fuerza en más de una jurisdicción.
2. Convergencia de las normas nacionales.
3. Reconocimiento mutuo de normas nacionales divergentes; y
4. Aplicación por un país de sus normas fuera de sus fronteras territoriales.

En la práctica, estos cuatro tipos, y en especial los tres últimos, se confunden. Las agrupaciones regionales externas, como la Comunidad Europea, que se acogen a la primera modalidad y que conllevan una cierta pérdida de soberanía, son raras y para los tres principales centros financieros internacionales, Londres, Nueva York y Tokio, totalmente sin significación. El segundo tipo, la convergencia de las normas nacionales, se ha producido en el sector bancario, al menos en los países más importantes, en parte debido a que la estructura de los sistemas reguladores no era tan divergente como en el sector de valores y en parte porque la voluntad de los bancos de trasladar la sede de sus operaciones internacionales ha aportado un incentivo a la cooperación. En el sector de valores, lo más usual ha sido el reconocimiento mutuo y la aplicación transnacional de las normas nacionales. En parte, ello es consecuencia de la gran variedad de los planteamientos sobre regulación y de la importancia decisiva de unos pocos centros financieros importantes.

La adopción del principio de que los servicios financieros solamente pueden prestarse dentro del contexto de un determinado marco regulador reconocido ha implicado, en la nueva legislación británica sobre servicios financieros, un cierto grado de extraterritorialidad, dada la importancia de Londres como centro de operaciones internacionales con valores. Por ejemplo, la *Association of International Bond Dealers*, una entidad legalmente constituida en Suiza, ha sido reconocida como órgano de autorregulación para el sector por las autoridades británicas. Las bolsas de fuera de Gran Bretaña también han sido objeto de reconocimiento.

Fundamentalmente por las mismas razones, la reciprocidad, un principio ampliamente considerado como contrario al libre comercio multilateral, está siendo adoptada cada vez con más frecuencia en la legislación financiera. Ello es un reflejo, en parte, del resurgimiento general de las actitudes proteccionistas, pero también ha sido empleado en sentido estratégico por algunos países con importantes intereses bancarios y financieros para abrir mercados que, de otro modo, permanecerían cerrados. Dejando a un lado cualquier objeción teórica, su aplicación en la práctica resulta con frecuencia difícil y arbitraria, especialmente cuando los bancos y las firmas de inversión gozan de diferentes facultades en distintos países.

La «competencia por no hacer nada»

La creciente integración financiera internacional, la diversidad de enfoques en la regulación

y la ascensión de mezquinos intereses locales, son factores que llevan dentro de sí los peligros de la «competencia por no hacer nada». En el sector bancario, este peligro ha sido fundamentalmente evitado gracias al diálogo entre las autoridades de los principales países y al reconocimiento de que conquistar una cuota de mercado ligeramente mayor para las instituciones del propio país constituiría una victoria pírrica si ello se lograba debilitando la solidez de un sistema financiero internacional cada vez más interdependiente.

Puede ocurrir perfectamente que las economías de escala y de alcance, derivadas de un gran volumen de operaciones, y la magnitud de la infraestructura necesaria para un funcionamiento rentable de los mercados de valores (sistemas de cotización y confirmación de órdenes, acuerdos sobre compensación, uniformización de contratos, métodos de resolución de disputas, etc.) hagan que las firmas de inversión sean menos proclives que los bancos a trasladarse a localidades totalmente nuevas y no sometidas a regulación. Es evidente que los mercados de valores *off-shore* no han tenido el mismo éxito que los centros bancarios *off-shore*. Por otro lado, las firmas de inversión sí son capaces y están dispuestas a intercambiar sus centros de negociación entre las tres grandes capitales financieras del mundo con sus eficientes y bien establecidas infraestructuras. Por esta razón, los recientes contactos entre las autoridades responsables de los mercados de valores en Japón, Estados Unidos y Gran Bretaña son prometedores. Existen, no obstante, razones de peso para ir más allá de unas consultas esencialmente bilaterales cuando los mezquinos intereses nacionales tratan de imponerse a los intentos multilaterales para lograr una mayor coherencia.

Las funciones de la regulación

Mucho de lo que hasta ahora se ha dicho sugiere que la actividad reguladora cumple una serie de propósitos diferentes, y son diversas las fuerzas que la conforman. Entenderla como un servicio para el que existe una demanda y una oferta imaginarias nos ayudará a comprender las fuerzas que intervienen. Del lado de la demanda tenemos a tres grupos distintos de actores. En primer lugar, están los propios participantes en el mercado de valores, probablemente los de mayor importancia para la forma que adquieran las regulaciones. Las firmas de inversión, en particular, tienen un interés directo en el funcionamiento del mercado, interés que es

más fuerte y centrado que el de quienes usan los mercados como fuente de provisión de fondos o como lugar para invertir dinero. En segundo lugar está el público en general, que puede no utilizar el mercado de valores con frecuencia o de una forma directa, pero que se vería afectado por su hundimiento. La tercera categoría comprende a las autoridades reguladoras de otros países, preocupadas por la forma que adquiere la regulación en los grandes mercados nacionales, dadas las consecuencias que cualquier ruptura produciría en un mercado interdependiente, la posibilidad de irrupción de la «competencia por no hacer nada» y la tendencia hacia la aplicación extraterritorial de las regulaciones nacionales.

Del lado de la oferta existe una diversidad considerable, desde los sistemas de autorregulación casi absoluta hasta aquellos de control riguroso por las autoridades de todos los aspectos del funcionamiento de los mercados de valores. Ahora bien, la distinción entre autorregulación y regulación por los poderes públicos no es, en modo alguno, fácil y directa. Las autoridades pueden inducir, y de hecho inducen, a los participantes en el mercado a establecer sus propios códigos y a vigilar su cumplimiento, y las firmas de inversión disponen de una poderosa influencia en la conformación de las normas administrativas, gracias a su experiencia o al poder de sus camarillas políticas. Por otro lado, los participantes en el mercado pueden con frecuencia preferir que la regulación proceda de las autoridades. En este caso, algunos de los costes de establecimiento, e incluso de explotación de la infraestructura necesaria, pueden ser sufragados por los contribuyentes. La presencia de un árbitro neutral puede también permitir la consecución de una estructura de mercado que vaya en interés de cada uno de los participantes individuales en él y de la economía en su conjunto, pero que no surgiría de otro modo por el temor a las maniobras tácticas. Este es el caso clásico del dilema del prisionero, donde la cooperación probablemente beneficiará tanto al individuo como a la comunidad, pero será improbable que se produzca sin la capacidad para establecer y hacer cumplir contratos y normas. También puede extraerse una analogía de la protección del medio ambiente. Cada propietario individual de una fábrica puede estar dispuesto a soportar algún coste adicional en favor de una atmósfera limpia, pero sin un sistema de consultas, controles y sanciones se resistirá a sufragar esos costes por miedo a que otra fábrica tenga otras preferencias distintas.

Considerar la actividad reguladora desde este

prisma nos ayuda a evitar esa tendencia tan común a verla como un obstáculo al funcionamiento libre y sin trabas. Si bien hay algunas regulaciones que perjudican al eficiente funcionamiento de los mercados, y cuya justificación está, por ejemplo, en la protección del pequeño inversor, hay otras normas que sí fomentan la eficiencia del mercado. En la última década, una gran parte de la política desreguladora que ha tenido lugar ha apuntado hacia la eliminación de aquellas reglas que obstaculizaban el crecimiento y desarrollo de los mercados de valores, como las relativas a control de cambios y composición de carteras, las restricciones a la doble capacidad, la regulación de comisiones y honorarios, etc. Muchas de las nuevas regulaciones pueden verse como inductoras del fluido y permanente funcionamiento del mercado ante la posibilidad de crisis: requisitos mínimos de capital, límites a las posiciones, condiciones para la autorización o reconocimiento, etcétera.

Reconocer que algunas de las regulaciones pueden promover la aparición de externalidades y permitir a los participantes en el mercado obtener un diferencial económico gracias a ellas ayudará también a concebir un planteamiento racional en relación con la imposición de normas gravosas, que puedan ser necesarias para otros fines. El volumen de normas gravosas que pueda imponerse estará en función de: a) el valor de la infraestructura para los participantes en el mercado; b) los costes de acceso al mercado, y c) los costes de crear o utilizar una infraestructura alternativa.

Si bien el análisis anterior sugiere que la actividad reguladora, al estar sujeta a las fuerzas de la oferta y la demanda, es poco probable que desaparezca, lo que no aporta es orientación alguna sobre qué tipo de regulaciones tienden a aumentar el bienestar y cuáles a reducirlo. Tal como se ha efectuado, no presenta justificación alguna ni para el mantenimiento de las regulaciones existentes ni para la introducción de otras nuevas. Lo que sí hace es aportar motivos para una práctica reguladora establecida hace tiempo: la tendencia a moverse por pequeños pasos. Como el impacto de una modificación en las regulaciones no puede predecirse con precisión, lo más rentable es realizar cambios graduales y evaluar sus consecuencias antes de dar el paso siguiente. Actuando de este modo hay menos posibilidades de distorsionar el sistema financiero, y concuerda con las realidades políticas. Hay más probabilidades de que los intereses creados en el sector acepten los cambios pequeños y graduales que los sistémicos.

CONCLUSIONES

Como conclusión, ha de ser útil volver sobre las tres principales proposiciones referentes a la regulación de los mercados de valores que se han esbozado en el presente trabajo. En *primer* lugar, la tendencia a utilizar los mercados de valores, y en especial los mercados secundarios, como fuente de liquidez ha determinado que resulte cada vez más necesario entender la regulación de esos mercados como parte del esfuerzo por garantizar la solidez y estabilidad del sistema financiero en su conjunto y no sólo como un medio de garantizar la integridad de operaciones privadas que tienen poca o ninguna significación para quienes no sean parte del contrato. En *segundo* lugar, el creciente carácter internacional de las operaciones de los mercados de valores ha otorgado una cierta urgencia a los esfuerzos por lograr una coherencia en materia de regulación. El perfeccionamiento del proceso de consultas más allá de los contactos bilaterales puede hacer enmudecer las tendencias a imponer mezquinos intereses sectoriales. En *tercer* lugar, ver la actividad reguladora como el resultado de las interacciones entre oferta y demanda saca a la luz la considerable variedad de fuerzas que conforman las diferentes normas que se promulgan. Además, reconocer que la actividad reguladora puede fomentar la eficiencia del mercado y generar externalidades aporta una base sólida para otro tipo de regulaciones que resultan menos aceptables para los participantes en el mercado, pero que son necesarias para otros fines.

NOTA

(*) Trabajo preparado para el seminario sobre Innovación Financiera organizado por la Fondation Internationale des Sciences Humaines y la Fundación FIES, Madrid, 8 y 9 de octubre de 1987.

Mi agradecimiento a los valiosos comentarios de Helmut Mayer. Las opiniones expresadas en este trabajo no reflejan necesariamente las del Banco Internacional de Pagos.

BIBLIOGRAFIA

- ALLEN, Julius W. (1986): «The Internationalisation of Securities Trading Markets», *Congressional Research Service*, HG 4551 Gen, Library of Congress, Washington.
- BOYD, John H., y GRAHAM, Stanley L. (1986): «Risk Regulation and Bank Holding Company Expansion into Nonbanking», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, volumen 10, núm. 2, primavera.
- CAROSSO, Vincent P. (1970): *Investment Banking in America*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

- CHANT, John (1987): «Regulation of Financial Institutions. A Functional Analysis», *Bank of Canada Technical Reports*, núm. 45.
- COHEN, K. J.; MALER, S. F.; SCHWARTZ, R. A., y WHITCOMB, D. K. (1986): *The Microstructure of Securities Markets*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- DAVIS, E. P. (1986): «Rising sectoral debt-income ratios: a cause for concern?», *BIS Economic Papers*, núm. 20, Basilea.
- GREENWICH ASSOCIATES (1986): *United Kingdom Brokerage Services*, Greenwich, Connecticut.
- LANGOHR, Herwig, y SANTOMERO, Anthony M. (1985): «The Extent of Equity Investment by European Banks», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, núm.1.
- MARQUARDT, Jeffrey C. (1987): «Financial market supervision: some conceptual issues», *BIS Economic Paper*, núm. 19, Basilea.
- PECK, Anne E. (1985): *Futures Markets: Regulatory Issues*, American Enterprise Institute, Washington.
- ROBINSON, J. Michael (ed.) (1980): *Comparative Survey of Securities Laws*, Kluwer, Deventer.
- SAMATZ, Arnold W. (ed.) (1981): *Securities Activities of Commercial Banks*, Lexington Books, Lexington, Massachusetts.
- SHERMAN, Michael E., et al. (1983): *Banking and Securities. U.S. Lesson of Foreign Experiences*, Hudson Strategy Group, Cronton on Hudson, Nueva York.
- TOBIN, James (1984): «On the efficiency of the Financial System», *Lloyds Bank Review*, julio.
- U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES (1986): *Restructuring Financial Markets*, Committee on Energy and Commerce, Committee Print 99-DD, US Government Printing Office, Washington.
- WORMELL, Jeremy (1985): *The Gilt-Edged Market*, George Allen and Unwin, Londres.

CARACTERÍSTICAS DEL NUEVO SISTEMA FINANCIERO DE ESTADOS UNIDOS

Thomas D. SIMPSON (*)

I. INTRODUCCION

Es sabido que durante el período transcurrido desde mediados de los setenta han aparecido algunos de los más profundos cambios financieros en la historia de Estados Unidos. La variedad de formas de inversión y de crédito ha aumentado a un ritmo trepidante, ayudado en parte por instrumentos derivados tales como el mercado de futuros, el de opciones y las permutas. El mercado de futuros y de opciones, así como otras innovaciones financieras, han ofrecido a los participantes en el mercado financiero unos medios con los que ajustar sus riesgos. Alrededor de muchos de estos desarrollos ha discurrido una economía que ha sido bombardeada por la inflación y grandes déficit fiscales y exteriores. Al mismo tiempo, el sistema financiero de Estados Unidos se ha ido integrando más con otros sistemas financieros y ha afrontado una desregulación en ciertas áreas. Estos factores han contribuido a una más intensa competencia en el mercado financiero.

En el cuadro núm. 1 se recoge una rápida visión del sistema financiero de Estados Unidos a finales de 1976 y de 1986 mostrando el endeudamiento de los sectores no financieros. Durante este período, la deuda agregada (punto 5) se triplicó, mientras el PNB, un índice muy tosco de la capacidad de servicio de esta deuda, aumentó en una proporción mucho menor. Como consecuencia, el *ratio* deuda/PNB, que había permanecido estable desde la segunda guerra mundial hasta los primeros años ochenta, ha aumentado notablemente en los últimos años. El endeudamiento público de Estados Unidos (punto 1) ha tenido el mismo comportamiento que la deuda global al pasar de 500 millones de dólares a algo más de 1,8 miles de millones. Los bancos comerciales (punto 1.a) absorbieron sólo una pequeña parte del crecimiento de la deuda pública, pues-

to que su participación cayó de un 20 por 100 a algo más de un 10 por 100, lo que implica una absorción masiva por otros compradores no bancarios, incluyendo a extranjeros. El aumento en la deuda de los gobiernos locales y de los Estados durante este período (punto 2) fue menos dramático y también fue acaparado principalmente por acreedores no bancarios.

Los sectores privados —economías domésticas y empresas no financieras— también han sido fuertes prestatarios, especialmente en los últimos años. Las empresas (punto 3) han preferido el endeudamiento mediante bonos o con la banca comercial, al tiempo que también es destacable el pronunciado aumento del papel comercial, un recurso no bancario a corto plazo utilizado por un número creciente de empresas. El crecimiento de la deuda de las economías domésticas (punto 4) también ha sido sustancial tanto en las categorías de hipotecas como en la de créditos de consumo. Gran parte de este crecimiento se debe a la proliferación de las tarjetas de crédito. El aumento en más de mil millones de dólares en las hipotecas (punto 4.b) ha aportado el material básico para una creciente masa de títulos hipotecarios. Además, una parte del crecimiento de la deuda hipotecaria ha reflejado la preferencia del público por endeudarse para adquirir propiedades inmobiliarias, una forma de crédito que ha demostrado ser muy popular últimamente, mientras otras clases de deuda de particulares están perdiendo su deducibilidad fiscal.

Este período de rápida expansión de la deuda también lo ha sido de expectativas no realizadas y de tiempos duros para quienes concentraron sus recursos en ciertas partes del sistema financiero, especialmente en la banca comercial. Esto ha sido evidente en el comportamiento de los beneficios de la banca y otras instituciones de crédito, donde incluso en ocasiones las grandes

CUADRO NUM. 1
DATOS ESTADISTICOS ESCOGIDOS SOBRE LA DEUDA EN ESTADOS UNIDOS
(Volúmenes pendientes en miles de millones de dólares)

	1976	1986
1. Gobierno federal	514,8	1.814,7
a) En manos de la banca comercial	105,7	203,5
b) Otros	409,1	1.611,2
2. Gobiernos de los estados y locales	245,5	575,0
a) En manos de la banca comercial	106,0	202,8
b) Otros	139,5	372,2
3. Empresas no financieras		
a) Deuda	586,7	1.705,3
Con la banca comercial	171,3	583,8
Pagarés de empresa	11,0	62,9
Bonos	277,2	657,3
Otros conceptos	127,2	401,3
b) Capital en acciones (valor de mercado)	797,4	2.396,1
4. Economías domésticas	851,7	2.635,6
a) Deuda de los consumidores	243,9	723,0
Con la banca comercial	118,0	319,6
Otros	125,9	403,4
b) Hipotecas	529,4	1.644,5
c) Otros conceptos	78,4	268,1
5. Total de deuda interior no financiera	2.510,2	7.678,9
a) Producto Nacional Bruto	1.843,7	4.288,1
b) Deuda como porcentaje del PNB	136,2	179,1

pérdidas han llegado a devorar sus fondos de seguridad o garantía. El sistema financiero ha respondido a estas experiencias mediante el desarrollo de nuevas formas de intercambio de riesgo. A través del examen del pasado económico, podremos obtener una mejor comprensión de las tendencias del sistema financiero de Estados Unidos. Esta revisión se abordará en el siguiente epígrafe, al que seguirá una discusión más detallada de las innovaciones aparecidas en el sistema financiero.

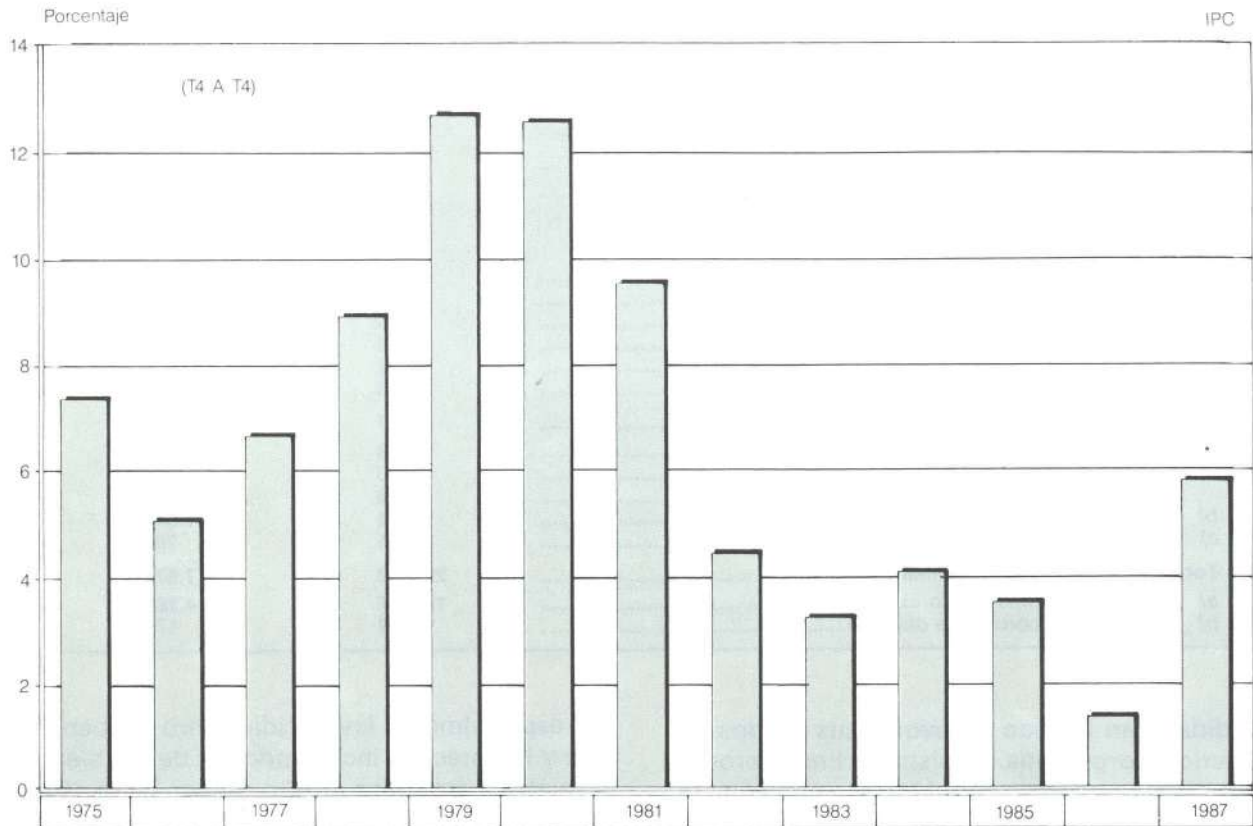
II. EL PASADO ECONOMICO

Una característica principal de la evolución económica durante la última década ha sido el proceso de inflación-deflación. Como se muestra en la parte superior del gráfico 1, la inflación, medida en términos del crecimiento del IPC, aumentó fuertemente en la última mitad de la década anterior, alcanzando una tasa del 13 por 100 en los años 1979-80, para caer bruscamente a continuación. Esta experiencia inflacionista modificó profundamente las expectativas del público sobre la inflación, lo que se tradujo en una creciente presión al alza sobre los tipos de interés y los salarios. Muchos se endeudaron pensando en devolver dólares muy devaluados y las inversiones en inmuebles, que se han comportado bien en las épocas de inflación, se vie-

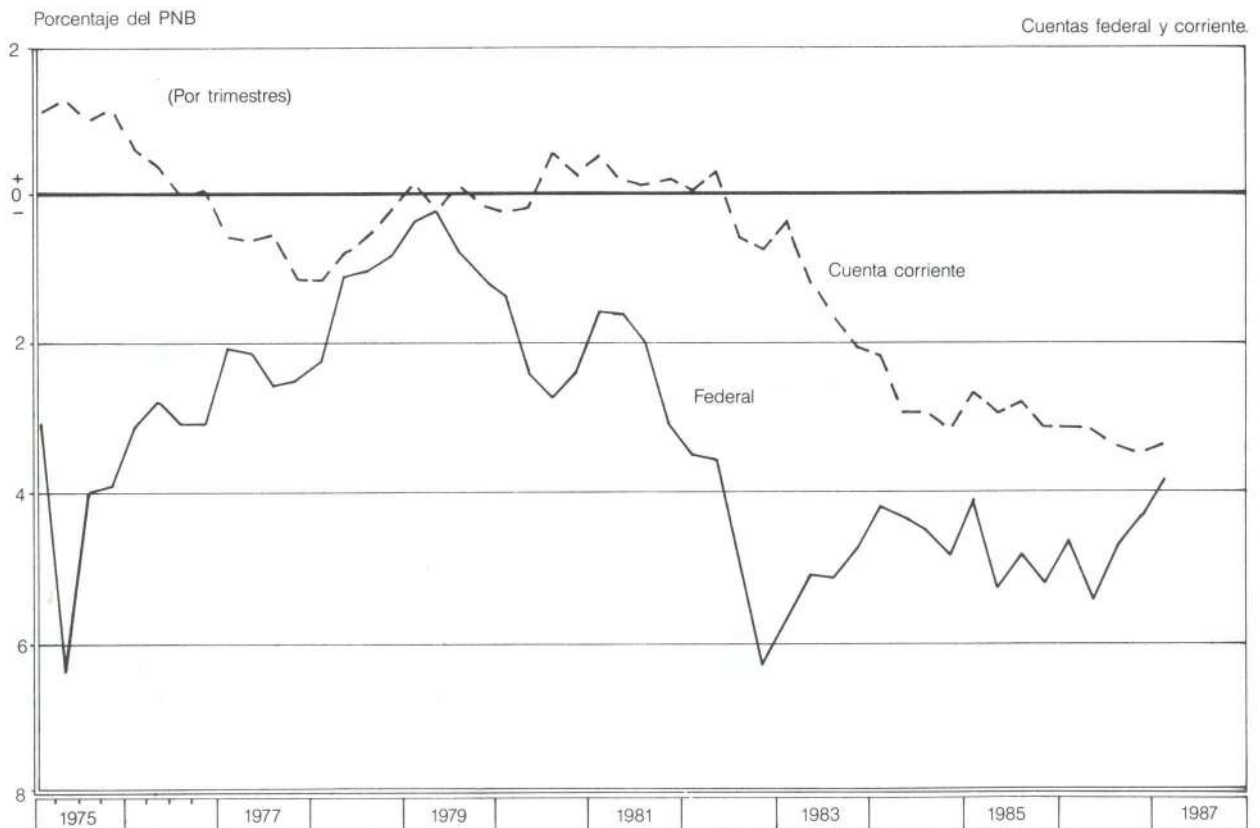
ron especialmente favorecidas. Pero los beneficios y los precios, incluyendo los de los bienes inmuebles, crecieron mucho menos de lo esperado en los años posteriores a 1981, lo que significó bastantes dificultades para muchos de los nuevos prestatarios.

Los grandes déficit fiscales han sido otro de los principales problemas que afectaron al sistema financiero de Estados Unidos. Estos déficit crecieron rápidamente en los primeros años ochenta, hasta alcanzar la cifra de 200 millones de dólares (un 5 por 100 del PNB) en los años 1985 y 1986. El porcentaje que el déficit público supone respecto al PNB viene recogido en la parte inferior del gráfico 1. Frecuentemente se ha argumentado que la fortaleza del dólar durante gran parte de la primera mitad de los años ochenta (véase el gráfico 2) fue debida a las presiones que este enorme déficit generó sobre los mercados financieros internos y a un empeoramiento de la balanza exterior por cuenta corriente, que también se recoge en el gráfico 2. El incesante recurso al ahorro exterior actuó, probablemente, como factor que moderó el crecimiento del tipo de interés norteamericano e influyó en la forma en que debían ser apoyados los sectores sensibles a este tipo de interés, como la vivienda y la inversión, para que consiguiesen recursos financieros en presencia de un fuerte déficit fiscal. Sin embargo, el empeoramiento de la balanza comercial norteamericana afectó negativamente a las industrias exporta-

GRAFICO 1



* Aumento de 1986: T4 a junio de 1987, anualizado.



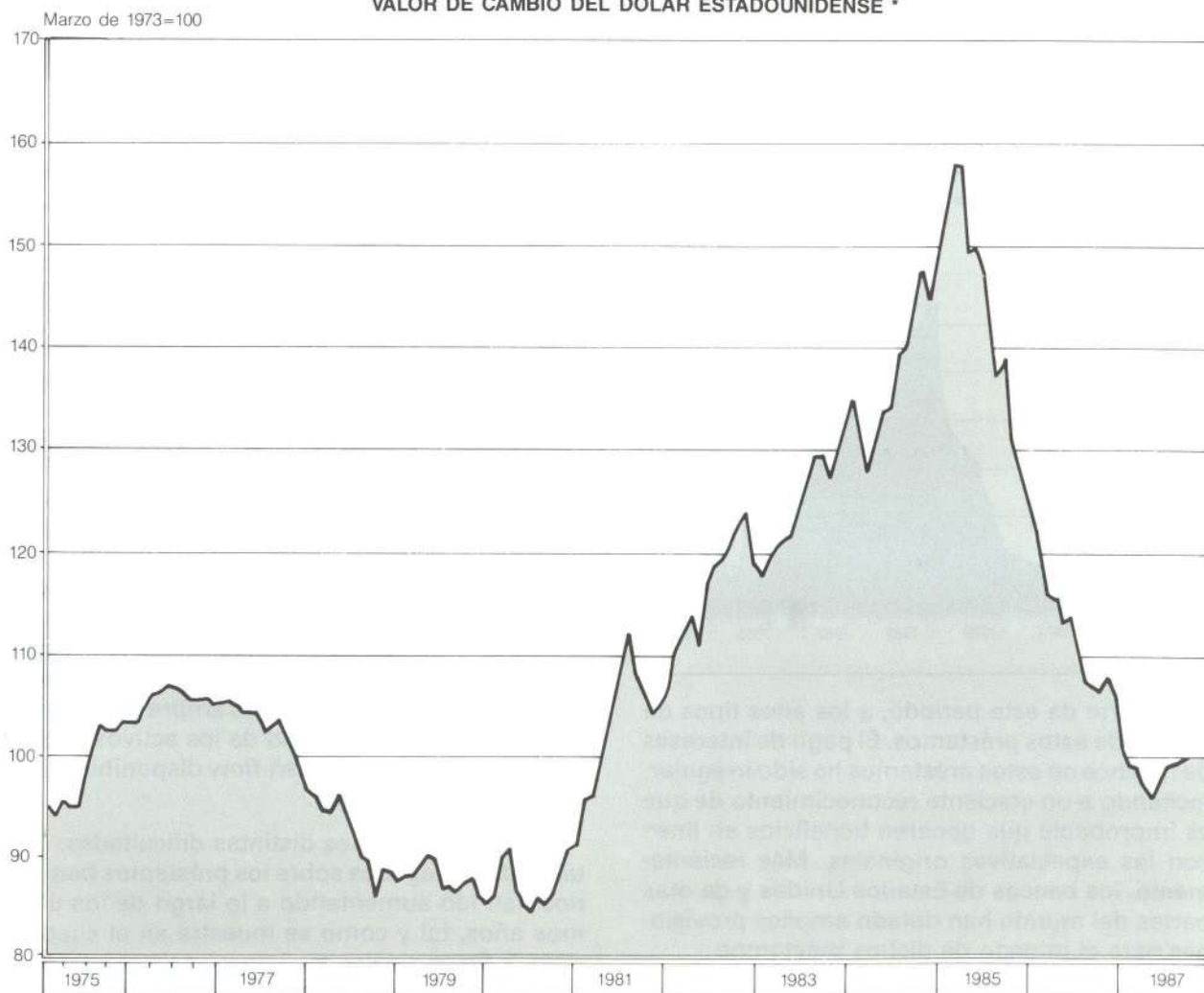
doras y a las que tenían que competir con las importaciones, con lo que la menor rentabilidad en estas industrias vino a sumarse a los esfuerzos originados por el pago de la deuda.

El sector agrícola fue el que resultó más afectado. Los precios percibidos por los agricultores norteamericanos durante la primera mitad de los años ochenta sufrieron una disminución debido al alza del dólar y a las grandes cosechas de los productores extranjeros. Los bajos precios de las producciones contribuyeron al declive de la renta agrícola, tal y como se muestra en el gráfico 3, ajustado al nivel de precios. Un ingreso reducido, junto con unos tipos de interés elevados, crearon una situación difícil para los agricultores que se endeudaron en esta época. Un descenso simultáneo en el precio de la tierra agrícola vino a agravar la situación.

Los productores de energía también sufrieron los efectos adversos de la evolución en la situación exterior, especialmente desde mediados de la presente década. La caída de los precios del crudo (gráfico 4) supuso que muchos de los prestatarios norteamericanos pudieran pagar más cómodamente sus deudas, aunque los productores de energía experimentaron una pronunciada caída de sus ingresos y de su capacidad para afrontar sus deudas. Debido a la concentración geográfica de la industria energética, este proceso contribuyó a un debilitamiento general del suroeste de Estados Unidos, especialmente Texas.

Además, las amortizaciones de los préstamos bancarios a los países menos desarrollados han ido aplazándose debido a los débiles mercados de las exportaciones de estos países y, durante

GRAFICO 2
VALOR DE CAMBIO DEL DOLAR ESTADOUNIDENSE *



* Índice de la Reserva Federal del valor de cambio medio ponderado del dólar estadounidense frente a monedas de los restantes países del Grupo de los Diez más Suiza. Ponderaciones según el comercio mundial de cada uno de los diez países en 1972-76.

GRAFICO 3
RENTA AGRARIA BRUTA
(Anual)

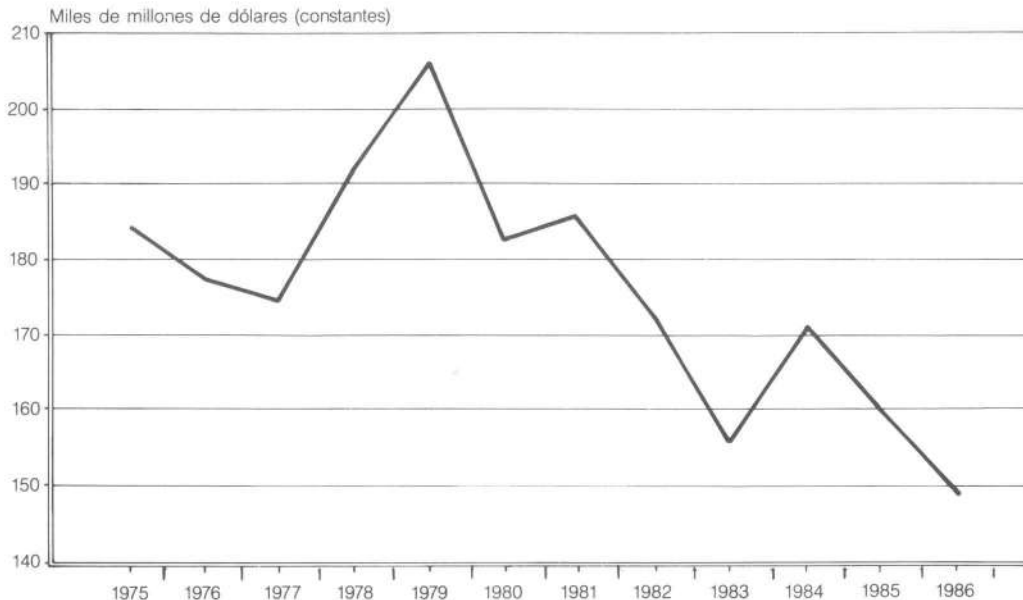


GRAFICO 4
INDICE DEL PRECIO DEL CRUDO
PARA LOS PRODUCTORES



gran parte de este período, a los altos tipos de interés de estos préstamos. El pago de intereses de muchos de estos préstamos ha sido irregular, incitando a un creciente reconocimiento de que es improbable que generen beneficios en línea con las expectativas originales. Más recientemente, los bancos de Estados Unidos y de otras partes del mundo han dotado amplias provisiones para el impago de dichos préstamos.

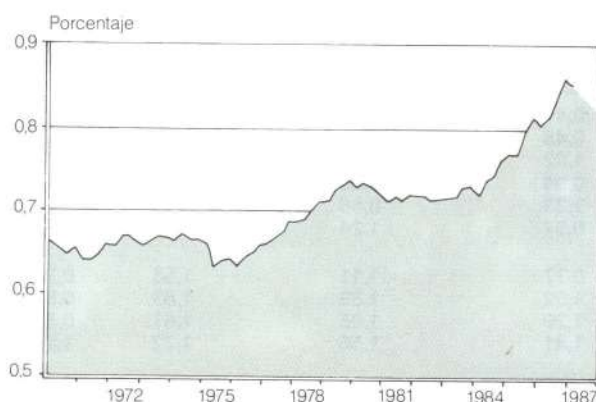
Mientras tanto, el crecimiento de la deuda en los sectores de particulares y de empresas ha sobrepasado al de la renta en los últimos años,

tal y como se refleja en el gráfico 5. El grado de esfuerzo al que el crecimiento del endeudamiento de los particulares ha sometido a este sector es, en cierto modo, indeterminado, ya que, en el agregado, ha ido acompañado por una masiva emisión de activos financieros. Aquellos particulares que se han endeudado y a la vez han adquirido grandes cantidades de activos se han protegido para el día en que el pago de su deuda pudiera llegar a ser excesivo. El fuerte crecimiento de la deuda en el sector empresarial se ha asociado con una ola de fusiones, adquisiciones y reestructuraciones empresariales en la que el capital ha sido suplantado mediante el recurso a la deuda. El segmento del sector empresarial que ha aumentado su dependencia financiera ha aumentado también su vulnerabilidad ante una caída en los beneficios. Muchos analistas han visto tales niveles de endeudamiento como una imposición adicional de disciplina para la gestión de dichas empresas en aras de una mayor rentabilidad de los activos y, por tanto, de aumentar el *cash-flow* disponible para el servicio de la deuda.

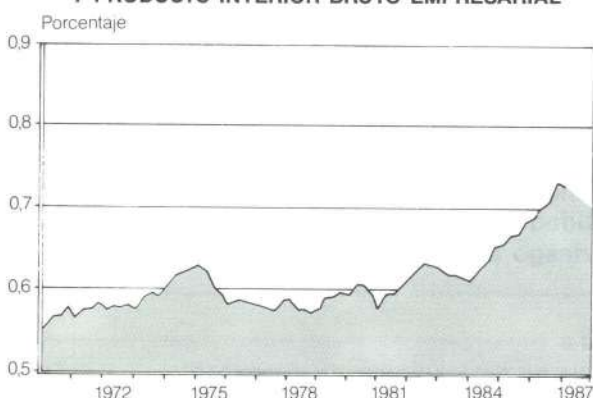
Como reflejo de las distintas dificultades, las tasas de impagados sobre los préstamos bancarios han ido aumentando a lo largo de los últimos años, tal y como se muestra en el cuadro núm. 2. En particular, los impagos de préstamos a agricultores se han estado moviendo en niveles de un 10 por 100 o incluso más, mientras que los impagos de préstamos a empresas (co-

GRAFICO 5

**RATIO ENTRE DEUDA DE LAS ECONOMIAS DOMESTICAS
Y RENTA PERSONAL DISPONIBLE**



**RATIO ENTRE DEUDA DE LAS EMPRESAS
Y PRODUCTO INTERIOR BRUTO EMPRESARIAL**



merciales o industriales) también han sido altos y similares a los de las hipotecas. El impago en préstamos al consumo, siendo mucho menor, ha tendido a crecer en los últimos años. El coste por préstamo que se deriva de los impagos ha aumentado de diferente forma en los últimos años (véase cuadro núm. 3) con un mayor crecimiento en todas las categorías principales.

Otro indicador de la calidad del crédito en el sector empresarial viene recogido por las alzas y bajas en las cotizaciones de los títulos-obligaciones de la deuda empresarial, mostradas en el gráfico 6. Desde 1980 el número de bajas ha sido muy alto en relación con el de las alzas. En realidad, el período de expansión económica desde la recesión de 1981-82 ha sido de bajas inusualmente grandes, especialmente porque los movimientos a la baja normalmente disminuyen a medida que se consolida la expansión. En parte, las bajas en los últimos años han reflejado el fuerte aumento del endeudamiento empresarial debido a la ola sin precedentes de fusiones empresariales o reestructuraciones, que han supuesto masivas sustituciones de capital por deuda.

El período desde mediados de los años setenta ha sido uno de los de mayor riesgo en el tipo de interés y en el crédito. Los tipos de interés se muestran en el gráfico 7. Los tipos de interés y la volatilidad crecieron mucho al final de los años setenta, algo muy relacionado con el cam-

CUADRO NUM. 2

**TASAS DE MOROSIDAD POR TIPO DE PRESTAMO,
EN GRANDES BANCOS COMERCIALES ASEGURADOS (1)**

(Porcentaje a la tasa anual de volumen medio pendiente por cada tipo de préstamo)

	1983 (2)	1984 (2)	1985 (2)	1986				1987 (3)	
				01	02	03	04	01	02 (5)
Préstamos inmobiliarios	6,61	5,79	5,25	5,46	5,30	5,02	5,19	5,44	5,08
Préstamos comerciales e industriales	7,39	6,18	5,59	5,55	5,72	5,79	5,52	6,45	6,33
Préstamos al consumidor	2,65	2,59	3,01	3,38	3,20	3,17	3,33	3,44	3,29
Préstamos agrícolas	10,85	11,14	9,39	12,60	12,52	10,58	10,36	13,87	12,68
Otros préstamos en oficinas interiores (4)	3,78	2,64	2,47	2,22	2,10	2,04	2,03	7,13	6,74
Préstamos en oficinas exteriores	4,95	5,76	5,50	4,62	4,55	4,39	4,52	s.d.	s.d.
Total	5,74	5,11	4,73	4,59	4,55	4,44	4,46	5,82	5,57
<i>Pro memoria:</i>									
Total de todos los bancos	5,54	5,01	4,78	4,84	4,79	4,62	4,61	5,72	5,45

(1) Estos datos se refieren a bancos con activo igual o superior a 300 millones de dólares, salvo la última fila, que está calculada para todos los bancos comerciales estadounidenses asegurados y *chartered*. Se consideran morosos los préstamos que no devengan pagos, así como los préstamos con demora de 30 días o más que aún devengan.

(2) La cifras correspondientes a 1983, 1984 y 1985 son promedios de datos trimestrales.

(3) Ruptura de la serie: a partir de marzo de 1987, los bancos comunican los préstamos morosos en oficinas interiores y exteriores en forma consolidada. Así, los préstamos que antes se consignaban como de oficinas exteriores se incluyen ahora dentro de cada tipo. Además, a diferencia de los datos anteriores, que son promedios a final de trimestre, los datos relativos al primer trimestre de 1987 son los de final de trimestre.

(4) A partir de 1987 se incluyen aquí otros préstamos extendidos en oficinas exteriores.

(5) Los datos correspondientes al segundo trimestre de 1987 son provisionales.

s.d. No se dispone de datos.

CUADRO NUM. 3
RECUPERACIONES NETAS DE IMPAGADOS DE LOS GRANDES BANCOS COMERCIALES
POR TIPO DE PRESTAMO (1)

(Porcentajes, a tasas anuales, del volumen medio pendiente de cada tipo de préstamo)

A ñ o s	Préstamos inmobiliarios	Préstamos a entidades financieras	Préstamos comerciales e industriales			Préstamos al consumidor	Total
			Todos	En Estados Unidos (2)	Fuera de Estados Unidos (2)		
1980	0,05	0,09	0,36	0,41	0,19	1,14	0,37
1981	0,06	-0,03	0,39	0,46	0,23	0,97	0,33
1982	0,12	0,05	0,68	1,02	0,30	0,88	0,49
1983	0,15	0,12	1,03	0,94	0,85	0,80	0,66
1984	0,25	0,02	1,17	1,33	0,86	0,83	0,75
1985	0,22	0,15	1,02	0,94	1,24	1,25	0,75
1986							
T1	0,20	0,30	0,85	0,77	1,11	1,58	0,72
T2	0,36	0,50	1,11	1,02	1,39	1,63	0,91
T3	0,41	0,48	1,17	1,20	1,08	1,61	0,93
T4	0,54	0,23	1,45	1,41	1,55	1,72	1,06
1987							
T1	0,38	0,15	0,74	0,72	0,82	1,65	0,75

(1) Bancos con activo igual o superior a 300 millones de dólares. Datos consolidados (oficinas interiores y exteriores).

(2) Disponibles sólo para bancos con oficinas o empresas *Edge o Agreement*.

bio de la Reserva Federal a un sistema de tipos de cambio basados en las reservas a partir de octubre de 1979. El objetivo de esta forma de operar era obtener un mayor control sobre el *stock* de dinero a efectos de reducir las presiones inflacionistas. Una consecuencia de este cambio fue una mayor variabilidad en los tipos de interés a corto plazo. Como puede verse en

el cuadro núm. 4, tanto los tipos de interés a largo como a corto plazo fueron mucho más volátiles a finales de 1979 y durante los primeros años ochenta. Desde 1982 la volatilidad ha disminuido, pero permanece más alta que la de los años setenta. Estos hechos elevaron la sensibilidad de los agentes del mercado financiero al riesgo por tipo de interés, conduciendo a mu-

— GRAFICO 6 —
VARIACIONES DE LA CLASIFICACION MOODY'S DE OBLIGACIONES DE EMPRESAS¹



¹ Los últimos datos señalados para 1987 se basan en informaciones de 1987-T2.

GRAFICO 7
TIPOS DEL TESORO
(Por meses)



CUADRO NUM. 4
VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE INTERES
(Desviación estándar de variaciones diarias,
en centésimas de punto)

	«Treasury bills» a tres meses	Certificados de depósito a tres meses	«Treasury bonds» a treinta años
1975-79 (1)	5,6	5,3	2,7
1979-82 (2)	28,7	32,0	14,3
1982-86 (3)	7,9	8,7	8,1

(1) De septiembre de 1975 a agosto de 1979 para los *bills* y certificados de depósito a tres meses. Para los *bonds* a treinta años el periodo considerado es de septiembre de 1979 a agosto de 1982.

(2) De octubre de 1979 a septiembre de 1982.

(3) De octubre de 1982 a septiembre de 1986.

chas adaptaciones en su comportamiento y a la aparición de nuevos productos financieros, incluyendo los futuros financieros y las opciones. En particular, aquellas instituciones de depósito que tradicionalmente captaban fondos a corto plazo y los convertían en activos a largo, como las cajas de ahorros, idearon varias formas de

controlar y limitar su riesgo. Algunas lo hicieron mediante cambios en la gestión de su cartera, incluyendo el uso de tipos de interés a futuros y otros instrumentos de protección.

Otros desarrollos importantes han ocurrido desde mediados de los años setenta. La desregulación de los tipos pasivos comenzó a mediados de 1978, cuando un nuevo instrumento de depósito al por menor, el certificado de mercado monetario a seis meses (CMM), se introdujo con un tipo ligado al de las operaciones en el mercado abierto (pagarés). A primeros de 1980 se publicó la Ley de Control Monetario y de Desregulación de las Instituciones de Depósito, que establecía la desaparición de todos los límites a los tipos de interés a un ritmo ordenado hasta abril de 1986. En la práctica, los topes de tipos de interés desaparecieron al instante; en la actualidad, sólo están sujetas a restricción las cuentas corrientes, ya que existe una prohibición legal de pago de intereses en dichas cuentas.

Los problemas de la calidad de los activos de los bancos de Estados Unidos, junto con las bruscas variaciones en el tipo de interés, han supuesto un obstáculo sobre los beneficios de la banca, especialmente para algunas instituciones. Como puede verse en el gráfico 8, los beneficios en términos de los activos han disminuido durante los años ochenta, siendo más pronunciada la erosión en las instituciones con menor rentabilidad (el 5 por 100 inferior). Dentro del sector de empresas financieras no bancarias (gráfico 9), los beneficios cayeron en los primeros años ochenta debido al movimiento contrario de los márgenes de interés con un aumento de los tipos de interés. Por consiguiente, la mitad superior de estas empresas se han recuperado, mientras que las que obtenían menos beneficios han caído dramáticamente. Es este segmento inferior de la industria el que ha creado las dificultades extraordinarias para el fondo de garantía de depósitos de Estados Unidos, que recientemente ha pedido una acción legislativa que le reporte mayores recursos financieros para enfrentarse con las instituciones insolventes.

Los problemas de rentabilidad experimentados por la banca y otras entidades de ahorro de Estados Unidos se añadió a sus costes de obtener fondos en los mercados al por mayor. Además, la política de regulación ha cambiado hacia unos mayores requerimientos de capital para los bancos y cajas. Puesto que los requerimientos de capital han llegado a ser más apremiantes, los bancos e instituciones de ahorro han buscado nuevas formas de gestión sin adquirir activos sujetos a dichas obligaciones. De esta forma han surgido las actividades «fuera de balance» y las ventas de préstamos.

Las anteriores observaciones deben sumarse al hecho de que los prestamistas y los prestatarios del mercado financiero se han convertido en más sofisticados. Debido a la revolución de la informática y las telecomunicaciones, los inversores son ahora mucho más conscientes de las alternativas y sensibles a los diferenciales de rentabilidad y riesgo mientras los prestatarios han aumentado su capacidad de elección sobre distintas alternativas de endeudamiento.

Estrechamente relacionado con lo anterior, se ha dado un creciente nivel de competencia en el mercado financiero. En el sector bancario, los bancos extranjeros han aumentado su presencia en los mercados crediticios mediante el establecimiento de numerosas oficinas, principalmente en los grandes centros financieros, acaparando mayor cantidad de clientes norteamericanos, aumentando los servicios de crédito y mejoran-

GRAFICO 8

**DISPERSION DE LOS BENEFICIOS BANCARIOS
(Por años)**

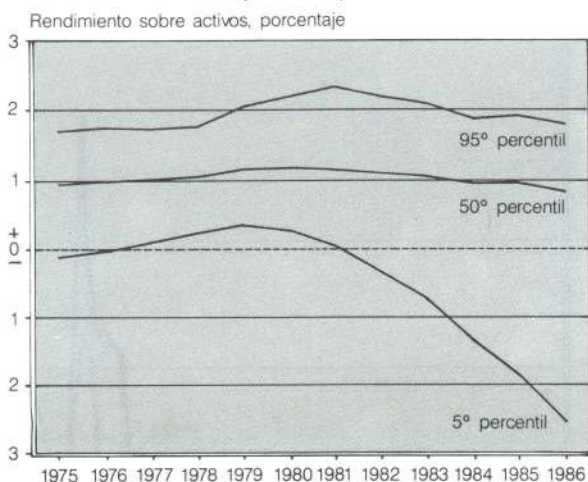
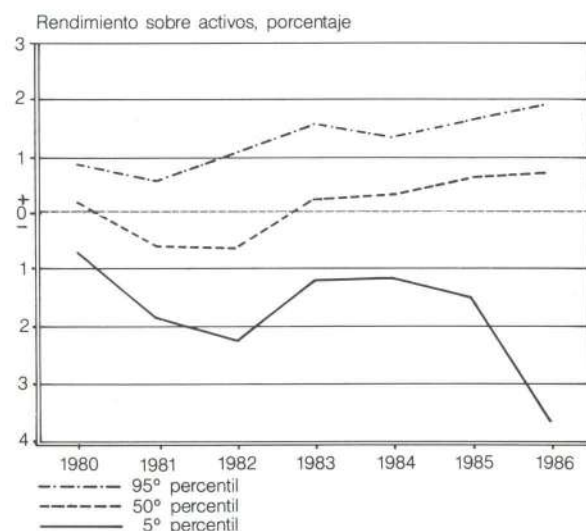


GRAFICO 9

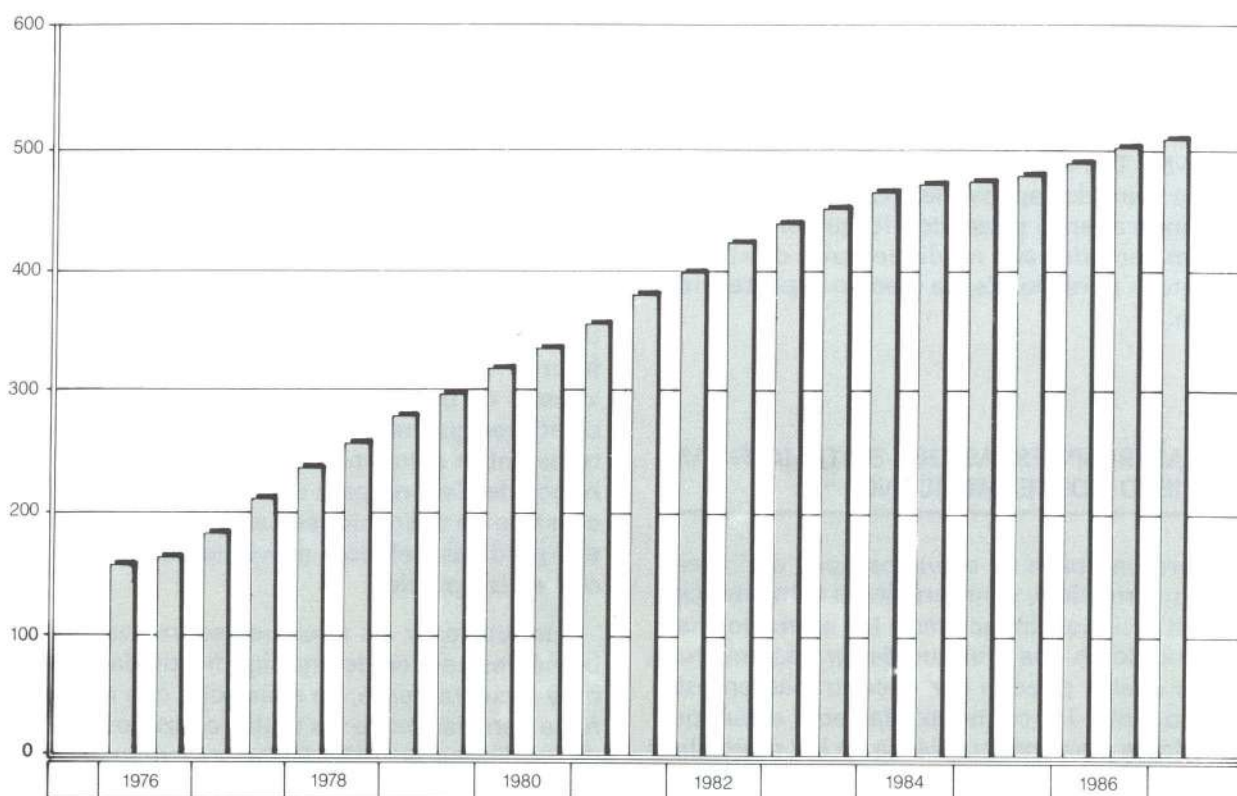
DISPERSION DE LOS BENEFICIOS DEL AHORRO



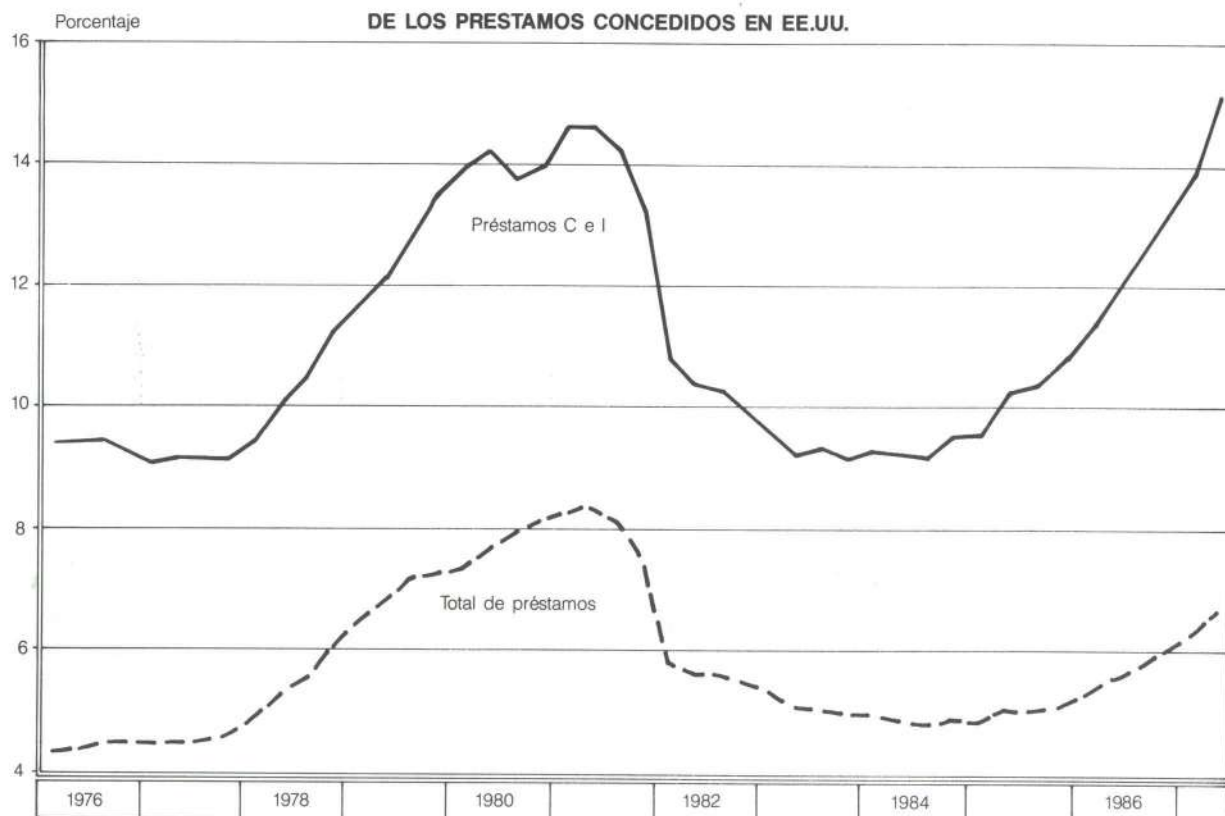
do las condiciones de los mismos. El número de filiales y agencias de bancos extranjeros se ha más que triplicado durante la pasada década (véase gráfico 10). Su participación en el negocio y en los préstamos totales registrados en Estados Unidos, recogida en la parte inferior, aumentó rápidamente en los últimos años setenta. La caída que siguió refleja no un descenso en su participación en el mercado, sino más bien la autorización de los créditos bancarios internacionales (IBF) a finales de 1981, lo que supuso un desplazamiento de los préstamos de estas entidades hacia los IBF. El siguiente aumento en el mercado de préstamos ha sido bastante pronunciado.

GRAFICO 10

AGENCIAS Y SUCURSALES DE BANCOS EXTRANJEROS
NUMERO DE AGENCIAS Y SUCURSALES



PRESTAMOS DE AGENCIAS Y SUCURSALES COMO PORCENTAJE
DE LOS PRESTAMOS CONCEDIDOS EN EE.UU.



Adicionalmente, el acceso de empresas al mercado abierto ha mejorado durante este período, más visiblemente en el mercado de papel comercial, que se ha expandido considerablemente desde sus 10.000 millones de dólares a mediados de los años setenta. Muchos prestatarios han accedido a este mercado a través de líneas de crédito bancario garantizando sus emisiones de papel o mediante letras de crédito *stand-by*. También un número creciente de empresas han sido capaces de acogerse al mercado de bonos a largo plazo, con lo que el mercado denominado de «alto rendimiento» o de «bonos calientes» (*junk bonds*) ha crecido espectacularmente.

III. LAS RESPUESTAS DEL SISTEMA FINANCIERO NORTEAMERICANO

Sobre una base de elevados tipos de interés y riesgo crediticio, y una creciente competencia, las instituciones financieras y los mercados han respondido en una multitud de formas, muchas de las cuales pueden ser encontradas en este trabajo. Entre las contempladas aquí están, por un lado, la creciente confianza en los mercados de futuros como una forma de transferir riesgos, generalmente más ajustados que los tipos de préstamos y depósitos a los cambios en los tipos del mercado abierto, y por otro, las actividades «fuera de balance» y las ventas de activos por los depositarios, así como el aseguramiento del crédito.

Futuros financieros

Desde su introducción a mediados de los años setenta, las actividades a futuros y sobre opciones se han prodigado. Las clases de contratos, así como su número, han aumentado fuertemente. El tipo de interés a futuros fue introducido en 1976 y ha sido el principal instrumento mediante el que se intercambia el riesgo por tipo de interés. Un medio ambiente de tipos de interés más volátiles en los últimos años setenta y primeros ochenta fue el principal factor contribuyente para la expansión de este mercado. El tipo de interés a futuros es un medio disponible por las instituciones de ahorro y la banca comercial de limitar su exposición al riesgo por tipo de interés asociado con una discordancia en las maduraciones, un problema tradicional de las instituciones de ahorro que dependen de los depósitos a corto plazo para financiar activos a largo. Los tipos de interés a futuros también se han utilizado por intermediarios fi-

nancieros para limitar sus riesgos mientras organizan y distribuyen sus actividades. Quizá los mayores usuarios de los tipos de interés a futuros han sido los *dealers* en obligaciones, con una gran presencia en el mercado.

Aunque es grande el número de tipos de interés a futuros, los formados sobre los pagarés del Tesoro sobre los certificados de depósito en eurodólares y sobre los bonos del Tesoro han llegado a ser los predominantes. A causa de que la correlación entre los precios en estos mercados y los de otro tipo de obligaciones no es perfecta, los agentes que emplean los contratos de futuros para cubrir sus posiciones en otros títulos que los de referencia en el mercado de futuros asumen cierto riesgo, denominado «riesgo de base». En ocasiones, algunos especuladores que habían empleado contratos en futuros sobre estos instrumentos, especialmente bonos del Tesoro, para cubrir sus posiciones en otro tipo de obligaciones han incurrido en grandes pérdidas debido a movimientos diferenciados en los precios.

Los futuros y las opciones sobre los índices bursátiles han tenido una significatividad mayor muy recientemente, un desarrollo que acompañó la apreciación de los títulos cotizados a partir de mediados de 1982. Estos instrumentos permitieron a los participantes en el mercado intercambiar los riesgos asociados con la evolución general de los precios del mercado. Para muchos inversores, la disponibilidad de futuros y de opciones ha supuesto un medio de asegurarse la rentabilidad de su cartera de obligaciones, una práctica denominada comúnmente como «seguro de cartera». Para hacer tal seguro, un inversor vende un contrato a futuros o adquiere una opción de venta sobre un índice bursátil ligado a las obligaciones que posee. Otros han visto los mercados de futuros y de opciones como medio de bajo coste para participar en auges o declives generalizados en los mercados. Los costes de transacción asociados con las posiciones en opciones y futuros son normalmente mucho menores que las operaciones de caja. Como consecuencia, los movimientos en los precios suceden antes en los mercados de futuros y opciones que en el mercado al contado. De hecho, ciertas estrategias de arbitraje muy sofisticadas se han desarrollado para beneficiarse de las disparidades entre los precios de los mercados al contado y de futuros. Bastantes de estas estrategias están ideadas con ayuda de ordenador y caen dentro del capítulo de «comercio de programa». Algunos creen que este comercio de programa, incluyendo dichas estrategias de arbitraje, ha contribuido a la volatilidad

del mercado bursátil en los últimos años, aunque la evidencia en esta materia no ofrece mucho soporte para este punto de vista.

En general, la creciente disponibilidad de futuros y opciones financieros ha permitido que el riesgo del mercado y el del tipo de interés cambien hacia aquellos agentes económicos mejor situados y más proclives a absorberlos. Como se dijo anteriormente, la disponibilidad de futuros y opciones probablemente también ha animado las suscripciones y el comercio, mejorando la liquidez y dando a los prestatarios mayor acceso a los mercados. Por otra parte, estos mercados permiten a los mal equipados comprometerse en más especulaciones, lo que ha tenido consecuencias para otros participantes en el mercado, así como para la solidez de aquellos mercados.

Valoración de préstamos y depósitos

En los bancos comerciales, el proceso de desregulación de los tipos de interés de los depósitos ha llevado a un ajuste más inmediato de estos tipos con los de las operaciones en el mercado abierto. Las presiones subsiguientes sobre

los costes también han contribuido a un ajuste más rápido de los tipos aplicados a los préstamos con los del mercado abierto. Esto es especialmente cierto para los bancos pequeños y medianos; los bancos más grandes, tradicionalmente preferidos por los depósitos al por mayor, debían ajustar la remuneración que pagaban por los mismos a otras alternativas del mercado financiero. Los gráficos 11 y 12 intentan ilustrar este hecho. Los gráficos muestran el tipo de certificados de depósito (CD) dibujado sobre una base mensual, el tipo promedio sobre los depósitos y el rendimiento medio por préstamo. Debido a las limitaciones de datos, el tipo sobre depósitos y el rendimiento de los préstamos se dan en cifras anuales hasta 1976 y semestralmente a partir de esa fecha. Por aritmética, los movimientos en dichos tipos tenderán a ser menores en relación con el tipo mensual de CD y a retardar los movimientos en este tipo. En cualquier caso, puede verse en los gráficos 11 y 12 que, con anterioridad al comienzo del proceso de desregulación (finales de los años setenta), los tipos sobre depósitos y préstamos se movían muy poco, incluso cuando los tipos del mercado abierto (CD) se movían abruptamente. Para los

GRAFICO 11

TIPO SOBRE PRESTAMOS Y DEPOSITOS EN BANCOS DE MEDIANO TAMAÑO

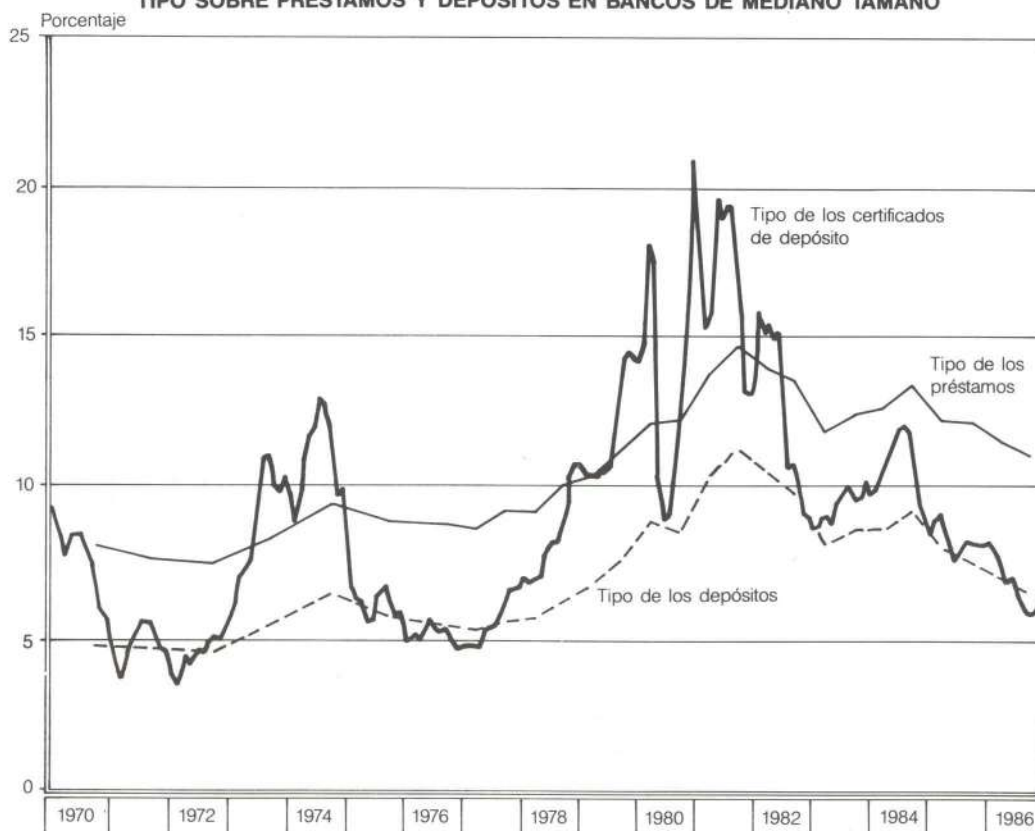
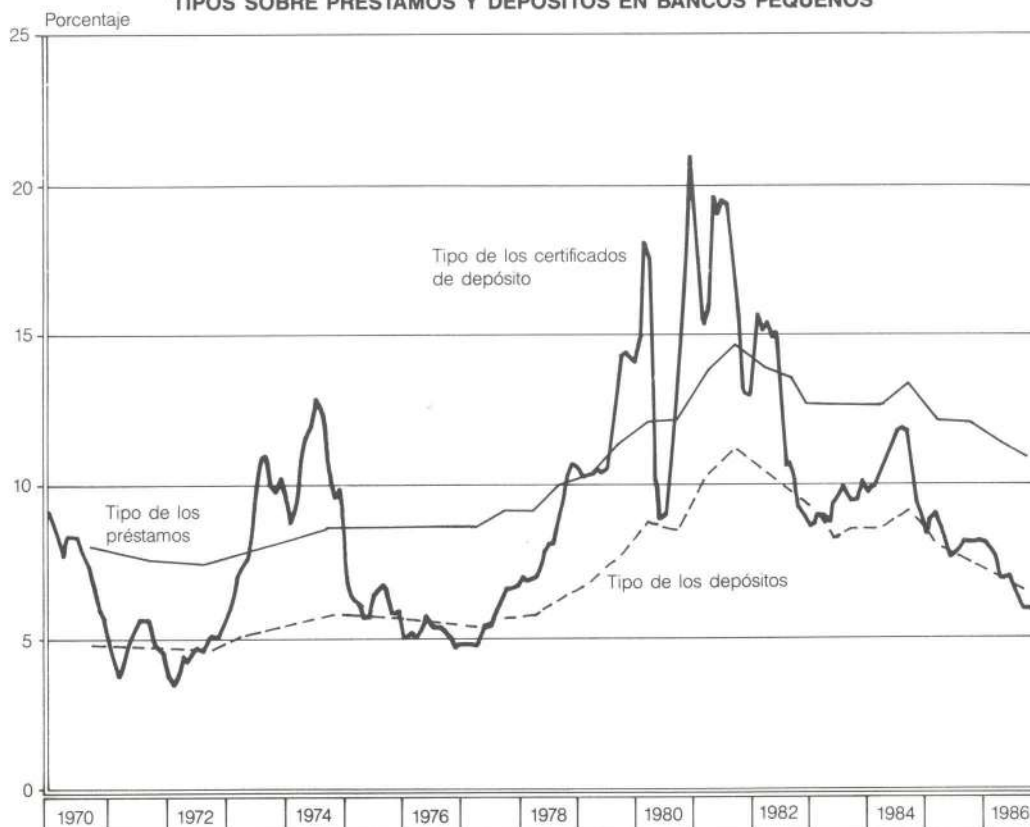


GRAFICO 12

TIPOS SOBRE PRESTAMOS Y DEPOSITOS EN BANCOS PEQUEÑOS



grandes bancos, los tipos sobre depósitos y préstamos durante este período se movieron más cerca del tipo en el mercado abierto. En consecuencia, tanto los tipos de interés activos como los pasivos de la banca pequeña y mediana se han vuelto más sensibles a los cambios en el mercado financiero.

La valoración de los préstamos a las empresas se guió más abiertamente por los tipos del mercado abierto, especialmente para los bancos grandes. La banca extranjera, buscando una penetración en el mercado a través de sus filiales y agencias, contribuyó a la separación entre la valoración de los préstamos y el tipo de descuento, un tipo intervenido por la Administración, para acercarse a un tipo de referencia del mercado abierto. Hoy día es muy común que los préstamos incluyan cláusulas referentes a opciones basadas en los tipos de descuento y del mercado abierto. En la práctica, los clientes de los grandes bancos eligen un tipo de referencia del mercado monetario más que el tipo de descuento, como se muestra en el cuadro número 5. A primeros de 1987 sólo una quinta parte de los préstamos a las empresas por los nueve

bancos principales estaban vinculados al tipo de descuento, mientras que un 40 por 100 lo estaban al tipo de interés de los títulos públicos, y otra cuarta parte estaban ligados a otros tipos del mercado monetario interior, como los certificados de depósito o los pagarés del Tesoro. Los préstamos vinculados a tipos de interés extranjeros (como el *LIBOR*) y los valorados con

CUADRO NUM. 5
PRECIO DE LOS CREDITOS CONCEDIDOS
A LAS EMPRESAS POR LOS GRANDES BANCOS
ESTADOUNIDENSES
(En febrero de 1987)

Tipo de referencia	Porcentaje de créditos		
	Nueve bancos principales	Otros grandes bancos (1)	Otros bancos
Tipo preferencial	19,8	36,0	82,1
Tipo interbancario a un día	39,7	26,0	0,5
Otro tipo del mercado de dinero interior	26,1	18,8	1,8
Tipo exterior	3,9	8,5	3,2
Otros	10,5	10,6	12,4

(1) Bancos con activo de unos 5.000 millones de dólares o más.

otros métodos representaban sólo una pequeña fracción del total. En algunos bancos grandes, la porción basada en el tipo de descuento es algo más grande y menor la del tipo del mercado abierto, aunque todavía por encima de los niveles de la década anterior. El grueso de los préstamos a empresas realizados por los bancos más pequeños continúa ligado al tipo de descuento, aunque es creciente el peso de los préstamos de estas instituciones vinculados al mercado monetario.

Mientras tanto, ciertos grandes bancos han visto la utilización de los depósitos al por menor como un medio de reducir su dependencia de los fondos al por mayor. Los depósitos al por menor se han mostrado tradicionalmente como recursos más estables que los provenientes al por mayor, especialmente en un momento en el que la disponibilidad de fondos en el mercado al por mayor aparenta ser muy sensible a los cambios en la confianza y en la solidez de las instituciones bancarias. Además, algunas instituciones han visto la sustitución de los préstamos al por mayor como un medio de reducir los costes por operaciones pasivas a largo plazo. En ocasiones han utilizado su libertad para esta-

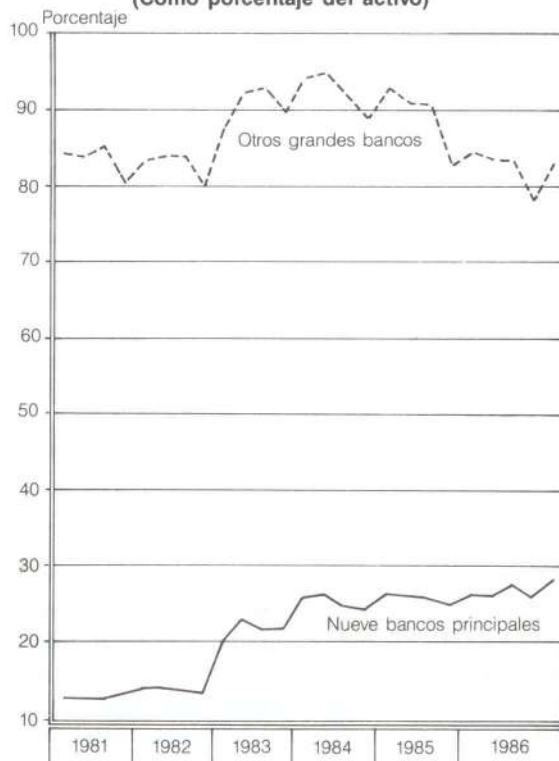
blecer los tipos sobre depósitos al por menor para ofertar agresivamente sobre dichos saldos, aparentemente con la expectativa de reducir sus tipos después de un período transitorio o irlos disminuyendo paulatinamente. Como puede verse en el gráfico 13, la parte del activo basada en los depósitos al por menor aumentó apreciablemente en los bancos situados en grandes centros monetarios a partir de finales de 1982 (siguiendo una medida liberalizadora) y ha permanecido alta desde entonces. Otros bancos grandes han mostrado cambios más débiles durante este período. Visto de otra forma, la preocupación sobre la calidad de las carteras de préstamos de los grandes bancos, aumentada a partir de los problemas de la deuda exterior de los países menos desarrollados, se ha sumado a la prima sobre los tipos de interés del mercado abierto que los bancos en general, y algunos bancos especialmente débiles en particular, tenían que pagar. Esto, a su vez, ha añadido al atractivo de los depósitos al por menor asegurados federalmente el hecho de que estas cuentas no son sensibles a dichos cambios (1).

Necesidades de capital, letras de crédito *stand-by* y ventas de préstamos

Mientras tanto, las necesidades legales de recursos propios de los grandes bancos se han endurecido, como consecuencia de la asunción de riesgos por estas entidades y un deseo de limitar la exposición del Fondo Federal de Garantía de Depósitos a los mismos. Para los grandes bancos, las obligaciones de capital se reforzaron tanto formalmente, mediante el establecimiento de un coeficiente mínimo de recursos propios superior al que muchas grandes entidades bancarias tenían habitualmente, como informalmente a través del proceso de examen e inspecciones. Debido a que las actividades fuera de balance fueron inicialmente excluidas del coeficiente de recursos propios, se dio un incentivo para aumentar dichas actividades en lugar de consignar préstamos en los libros del banco. En concreto, las letras de crédito *stand-by*, recogidas en el gráfico 14, aumentaron de 40.000 millones de dólares en 1980 a cerca de 170.000 en 1985. A través de una letra de crédito *stand-by* (LCS) un banco puede garantizar el papel comercial o los bonos de un cliente y evitar el cumplimiento de las obligaciones impuestas por el coeficiente de recursos propios que se derivarían de la inclusión de tal operación en el balance como un préstamo. El mercado acepta las obligaciones del cliente respaldadas por LCS de

GRAFICO 13

DEPOSITOS CENTRALES DE GRANDES BANCOS* (Como porcentaje del activo)



* Bancos con activo superior a 1.000 millones de dólares.

GRAFICO 14
CARTAS DE CREDITO STANDBY
EN TODOS LOS BANCOS COMERCIALES ASEGURADOS
(Por trimestres)



la misma forma que las aceptaría si lo estuviesen por un préstamo formal del banco, permitiendo al cliente el acceso al mercado con el soporte del banco. Este desarrollo ha motivado la separación de los avales bancarios de las funciones normales de financiación de la banca comercial. Desde 1985, sin embargo, el volumen de LCS ha descendido, ya que las autoridades monetarias están considerando informalmente a las LCS en los procesos de inspección de las entidades bancarias, al tiempo que crecen las propuestas para ampliar el concepto de recursos propios basado en el riesgo, que debería incluir tales operaciones en el cómputo formal del coeficiente de recursos propios. Esta tendencia ha adquirido ya un rango internacional, puesto que las autoridades norteamericanas y las británicas han hecho intentos de armonizar sus conceptos de coeficiente de recursos propios, esfuerzo que se ha extendido a otras naciones.

Además, los grandes bancos han comenzado a realizar préstamos con ánimo de venderlos con posterioridad, total o parcialmente. De esta forma el banco puede prestar a un determinado cliente y, en el momento de traspasar este préstamo, no tiene que computarlo para establecer sus recursos propios mínimos legales, puesto que, en caso de impago, no tiene que soportar las pérdidas. Hasta la fecha, una buena parte de estos préstamos han sido vendidos a otros bancos, incluyendo los extranjeros, con menos dificultades a la hora de cumplir con sus obligaciones legales de recursos propios. Este desarrollo también se aparta de la tradicional función de préstamo, separando los componentes de desembolso y recuperación. Aunque la mayoría

de las ventas de activos han tomado la forma de préstamos a las empresas, unos pocos bancos comerciales, con la ayuda de bancos de inversión, han estructurado ventas de préstamos para la compra de automóviles y otros créditos de consumo, principalmente las tarjetas de crédito, en la forma de participaciones temporales en una cesta de dichos títulos o bonos respaldados por créditos al consumo.

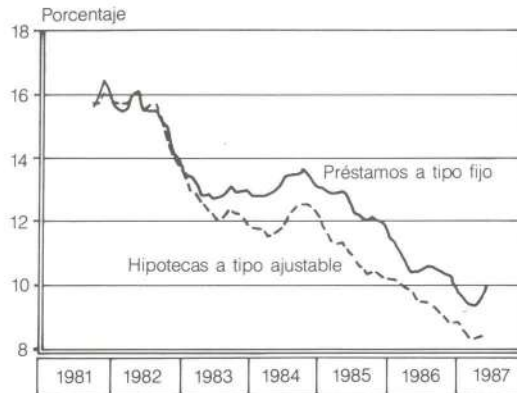
Adaptaciones de las entidades de ahorro

Las instituciones de ahorro (cajas y cooperativas de crédito) sufrieron los rigores de su vulnerabilidad ante el riesgo por tipo de interés en los primeros años ochenta debido al aumento del nivel de los tipos de interés en todo el espectro de maduraciones. Esto repercutió rápidamente en el coste de sus fondos, principalmente depósitos a corto plazo, mientras que los rendimientos de sus títulos de renta fija no registraron un incremento que les compensase. De hecho, bajo estas circunstancias, los prestatarios estaban poco dispuestos a amortizar anticipadamente su deuda, pues ésta tenía un relativamente bajo tipo de interés, conduciendo a un ajuste al alza de los rendimientos de estos activos, en consonancia con el nuevo nivel más alto de los tipos del mercado. Como consecuencia, las instituciones de ahorro incurrieron en cuantiosas pérdidas en los primeros años ochenta.

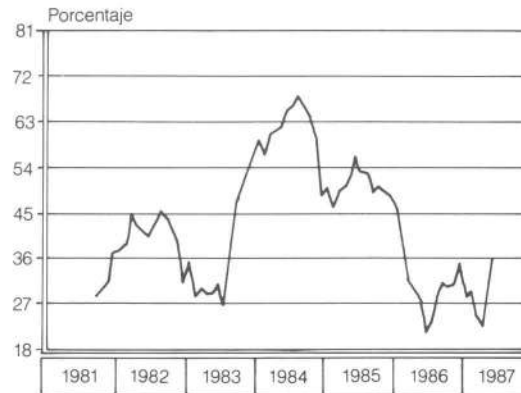
Entre aquellas que sobrevivieron muchas han dedicado grandes esfuerzos a controlar sus riesgos por tipo de interés. Estas instituciones y sus órganos supervisores siguen ahora más de cerca su exposición al riesgo mediante el control de las diferencias entre las maduraciones de sus activos y las de sus pasivos. Se han desarrollado distintos métodos para acortar el intervalo de revalorización de sus activos y ampliar el de los pasivos. Un método muy común es el de las cédulas hipotecarias con tipo variable o ajustable (CTV). Tales cédulas tienen la misma maduración que los títulos hipotecarios normales, pero son emitidas a un tipo de interés que se ajusta a intervalos regulares a un tipo de referencia, como el de las obligaciones del Tesoro a un año, o a una medida publicada del coste de los fondos para las instituciones de ahorro. Como se muestra en la parte inferior del gráfico 15, la parte de los títulos convencionales emitidos con tipo variable fue más de la mitad entre mediados de 1983 y finales de 1985, una época en que los tipos iniciales de estos títulos era menor que el de los emitidos a tipo fijo (como se muestra en la parte superior del gráfico). Los prestatarios continuaron mostrando su preferencia por los

GRAFICO 15

**HIPOTECAS CONVENCIONALES CERRADAS
TIPOS DE INTERES EFECTIVOS**



**PROPORCION CON ELEMENTOS
DE TIPO AJUSTABLE**



Los datos se refieren a los cinco primeros días laborables de cada mes.

títulos emitidos a renta fija, lo que ha originado diferenciales de rentabilidad más bien grandes, en ocasiones ampliados por los prestamistas, que garantizaban ciertos términos en el primer año de maduración del título para atraer el interés del prestatario a las CTV. Además, la experiencia de 1986 y primeros meses de 1987 indica que muchos prestatarios en CTV se pasan rápidamente a refinanciarse con títulos de renta fija cuando los tipos de interés de éstos descienden notablemente.

Otro método más reciente, empleado por las instituciones de ahorro para acortar la maduración efectiva de los activos, es la obligación hipotecaria colateralizada (OHC). La OHC es un bono con diferentes montantes de amortización e intereses respaldado con hipoteca o con cédulas hipotecarias. Los pagos (incluidas las primas de emisión) se aplican a diferentes clases de obligacionistas con distintos tipos de interés. La OHC permite un *cash-flow* a partir de una cesta de hipotecas, lo que sería, de otro modo, incierto debido a la posible amortización anticipada o a una opción de compra de los préstamos hipotecarios que la garantizan, al estar estructuradas en una amplia gama de maduraciones. Las instituciones de ahorro han encontrado que la gama de OHC a corto plazo es una forma atractiva en la que mantener activos hipotecarios, ya que tienen maduraciones efectivas más en línea con los de sus depósitos y rendimientos que exceden a los de los instrumentos altamente líquidos del mercado monetario. Recientemente han salido al mercado OHCs con un tipo variable, lo que puede suponer un atractivo adicional para muchas de estas entidades. Como se dijo antes, el uso de la OHC ha ido en aumento en

los últimos años, siendo las instituciones de ahorro los principales tomadores del segmento a corto plazo. En algunos casos, las propias entidades retienen las clases más a corto que ellas mismas emiten, aunque es más común que adquieran estas clases a otros emisores.

Las instituciones de ahorro han intentado también alargar la maduración efectiva de sus pasivos. Una técnica empleada es la permuta (*swap*) del tipo de interés. Con esta técnica, la entidad de ahorro cambia una obligación con tipo variable, esto es, una obligación cuyo tipo de interés se revisa regularmente, por una obligación de renta fija. El mercado general de permutas ha crecido espectacularmente, partiendo prácticamente de la nada en los primeros años ochenta, a casi mil millones de dólares muy recientemente, siendo las instituciones de ahorro una parte muy importante de aquellos que adquieren títulos de renta fija.

También las instituciones de ahorro compiten más agresivamente que los bancos comerciales en el mercado de depósitos al por menor a largo plazo. Normalmente, ofrecen una prima sobre la banca comercial por los saldos de los depósitos a largo plazo, más grande que la ofrecida por las cuentas más líquidas, lo que les reporta una mayor presencia en este mercado, dejando al margen la mala imagen que se deriva de la baja rentabilidad de dichas entidades y la de su fondo federal de garantía.

Como se dijo con anterioridad, las instituciones de ahorro han utilizado los futuros y las opciones como medio de reducir su riesgo por tipo de interés. Otro instrumento, también de reciente aparición, es la formación de cestas de obliga-

ciones hipotecarias en las que se separa la deuda por los intereses de la de los principales en las llamadas cuota «sólo interés» y cuota «sólo principal». En lo referente a las obligaciones de la cuota «sólo interés», la duración media del flujo de intereses de una cesta de títulos depende del nivel de los tipos de interés. A medida que descienden los tipos y aumentan las amortizaciones anticipadas, desciende el *cash-flow* de las obligaciones de la cuota «sólo interés». Por el contrario, si los tipos de interés aumentan y las amortizaciones anticipadas disminuyen, el *cash-flow* de la cuota «sólo interés» aumenta. En consecuencia, se considera que la cuota «sólo interés» es una protección frente a un aumento en los tipos en los mercados para las entidades que tengan desequilibrios entre los plazos de maduración de sus activos y los de sus pasivos.

Mientras tanto, las entidades de ahorro han respondido a los desequilibrios de maduraciones, a los mayores requerimientos legales de capital y a las preferencias de los prestatarios por los títulos de renta fija mediante la creación de préstamos hipotecarios a tipo fijo destinados a la venta. De esta forma, las empresas de este sector pueden seguir aceptando las peticiones de hipotecas de los clientes y lograr un *cash-flow* positivo, sin que ello suponga un empeoramiento de sus desequilibrios de maduración al tiempo que se eluden los correspondientes requerimientos de capital. Las hipotecas a tipo fijo se venden normalmente a otras instituciones de depósitos, en concreto a la Federal National Mortgage Association (Asociación Nacional de Hipotecas) o a la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Sociedad Federal de Hipotecas para Residencia de Particulares), dos agencias relacionadas a nivel federal, que tienen un papel principal en el mercado secundario de hipotecas. Estas agencias hacen cestas con dichas hipotecas y emiten cédulas hipotecarias al portador (2). Otra institución federal es la Government National Mortgage Administration (Administración del Gobierno para las Hipotecas), que garantiza los pagos de las obligaciones hipotecarias emitidas al portador a partir de las cestas de los préstamos hipotecarios asegurados por el Gobierno federal.

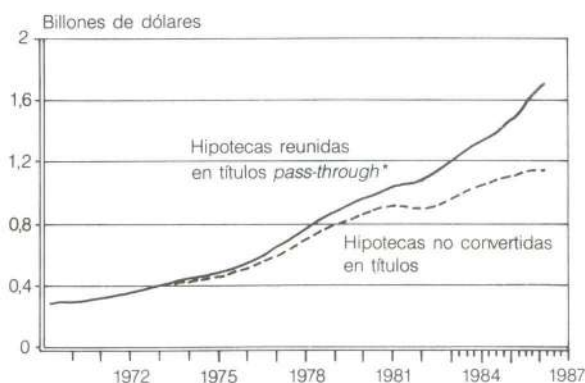
La conversión de préstamos en obligaciones

La conversión de préstamos en obligaciones, una importante innovación, ha sido aplicada principalmente en el mercado de hipotecas. La más habitual forma de conversión en este mer-

cado es la hipoteca transmisible (al portador), en la que los tomadores reciben un interés indiviso de una cesta de hipotecas. Como se muestra en el gráfico 16, las hipotecas al portador han crecido desde unas proporciones minúsculas en los primeros años setenta a cerca de 600.000 millones de dólares a mediados de 1987 o, en otros términos, hasta representar una tercera parte de toda la deuda originada por la adquisición de residencia por particulares. El fuerte crecimiento de las hipotecas en 1985 y 1986 y la preferencia de los prestatarios por las hipotecas a tipo fijo contribuyeron a que el volumen de títulos hipotecarios al portador creciese sustancialmente. Las hipotecas al portador aseguradas o garantizadas por las oficinas y agencias federales tienen en cuenta todas las hipotecas adquiridas por dichas oficinas. Las necesidades de normalización para las restantes hipotecas, la liquidez generada por el tamaño de este mercado y el soporte federal a las cestas ha conducido, sin duda, al predominio de este instrumento financiero. En cualquier caso, aunque dichos títulos no tienen mucho riesgo a los ojos de los inversores, tienen una considerable cantidad de riesgo por amortización anticipada. Como ya se apuntó, las amortizaciones anticipadas de hipotecas tienden a aumentar a medida que descienden los tipos de interés, reflejando la refinanciación de las hipotecas existentes y una mayor devolución de residencias, y caen cuando sube el tipo de interés de las hipotecas. Esta relación es relativamente débil y por ello existen deslizamientos asociados que se suman a la incertidumbre y al riesgo de amortización anticipada. En consecuencia, los rendimientos de las hipotecas al portador contienen una prima sobre las obligaciones del Gobierno federal para una misma maduración esperada, lo que refleja dicha incertidumbre por amortización anticipada. Esta

GRAFICO 16

DEUDA HIPOTECARIA PENDIENTE EN FAMILIAS



* Únicamente *pass-throughs* de GNMA, FHLMC y FNMA.

prima tiende a variar con la volatilidad del tipo de interés.

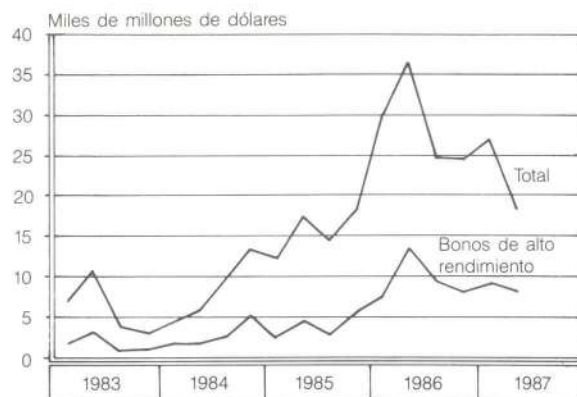
Los títulos hipotecarios al portador se han convertido en el material básico de otros productos derivados. Estos incluyen las obligaciones hipotecarias colateralizadas (OHC) y las obligaciones «sólo interés» y «sólo principal», anteriormente expuestas, emitidas por entidades privadas. Dichos instrumentos representan medios alternativos de enfrentarse a las amortizaciones anticipadas y a la incertidumbre asociada. A la vista del grado de complejidad de los títulos hipotecarios, tales como el establecimiento de registros de las hipotecas asociadas, pagos de principal e intereses y amortizaciones anticipadas, la introducción de estos instrumentos y el desarrollo de sus mercados han dependido en gran medida de los avances en la tecnología de la información y las computadoras.

Como anteriormente se apuntó, el concepto de los títulos transmisibles o al portador se ha ido extendiendo a otras clases de préstamos, principalmente préstamos para la compra de automóviles, y a las tarjetas de crédito. Estas últimas son préstamos no garantizados, mientras que los primeros, al igual que las hipotecas, están colateralizados (garantizados) por los automóviles financiados y también frecuentemente por cartas de crédito. La venta de dichos préstamos por los bancos les permite aliviar las presiones sobre sus recursos propios, al tiempo que les supone un *cash flow* positivo. En el caso de los préstamos para la compra de automóviles, la incertidumbre para el inversor por amortización anticipada es mínima, ya que el incentivo para el pago anticipado es relativamente pequeño aunque cambien los tipos de interés. En la actualidad, la cantidad de préstamos para la compra de automóviles y tarjetas de crédito convertidos en títulos-obligaciones es más bien pequeña, del orden de 15.000 millones de dólares, principalmente sobre la base de automóviles. Mientras que los bancos han sido los únicos emisores de obligaciones sobre tarjetas de crédito, las subvenciones financieras al sector del automóvil se piensa que tendrán una fuerte repercusión en la conversión en obligaciones del papel de automóviles.

Las conversiones se han aplicado en otros muchos casos, además de las cestas de hipotecas y de los préstamos de consumo y sus instrumentos derivados. Algunos han visto esta conversión como la base de una creciente confianza en el mercado del papel comercial por empresas que, hasta el momento, dependían de los bancos comerciales (en algunos casos, este papel

GRAFICO 17

**EMISION BRUTA DE BONOS DE EMPRESAS
NO FINANCIERAS**
(Datos trimestrales no ajustados estacionalmente)

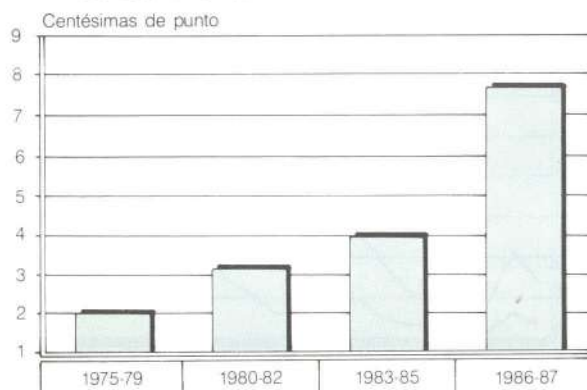


tenía cierto soporte crediticio bancario mediante las LCSs y los compromisos de préstamo) y en las ventas de préstamos a las empresas. Además, la creciente capacidad de muchas empresas pequeñas para acceder al mercado de bonos, como una alternativa a la financiación bancaria a largo plazo, también ha sido relacionada como un aspecto de esta conversión de préstamos en obligaciones. Como se muestra en el gráfico 17, la emisión de bonos de «alto rendimiento» (con cierto riesgo de impago) se han doblado desde mediados de 1985, en una época en la que los inversores también absorbieron un volumen más grande de bonos seguros. Claramente, la creciente disponibilidad de información sobre dichos créditos y, en el caso de los bonos de alto rendimiento, el reconocimiento de los beneficios de la diversificación, han ayudado a la tendencia a la conversión préstamos-obligaciones.

A medida que los activos convertidos funcionan bien en las carteras de los inversores y compiten con las obligaciones tradicionales, el vínculo entre los tipos de interés de los préstamos convertibles y los de los instrumentos del mercado abierto se hace más fuerte. No sólo hace que un inversor orientado a maximizar el rendimiento (ajustado según el valor, tipo de interés y riesgo de pago anticipado) actúe para acercar los tipos de los préstamos convertibles a un nivel equiparable, sino que también hace que los prestamistas y los suscriptores de activos convertidos deban tener un ojo puesto en los rendimientos de los activos que compiten con ellos, en las carteras de los inversores, cuando realizan préstamos y los adquieren para la conversión. Una buena ilustración de esta creciente vinculación puede verse en el gráfico 18, con-

GRAFICO 18

**CAMBIO SEMANAL DEL TIPO HIPOTECARIO*
POR CADA VARIACION
DE 10 CENTESIMAS DE PUNTO EN EL RENDIMIENTO
DE LOS TITULOS DEL TESORO A 10 AÑOS**



* Tipo convertido en las hipotecas convencionales a tipo fijo.
Los tipos de hipotecas y del Tesoro son promedios semanales.

frontando el tipo comprometido para los préstamos de residencia y el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; una maduración toscamente comparable con la vida esperada de las hipotecas a treinta años. El gráfico ilustra el cambio promedio en el tipo de las hipotecas en la semana siguiente a un cambio en el rendimiento de los títulos públicos. En los últimos años setenta la respuesta a corto plazo de los tipos hipotecarios fue mínima, un promedio de dos puntos por cada diez puntos de cambio en el rendimiento de los títulos públicos. Esta respuesta aumentó un poco en la primera mitad de los años ochenta. El cambio más espectacular se dio en los últimos dos años, acompañando a la irrupción anteriormente comentada de las hipotecas transmisibles o al portador. Como promedio de este período, el cambio en el tipo hipotecario aumentó hasta ocho puntos por cada diez puntos de cambio en el tipo de interés de las emisiones públicas. En la primavera de 1987, en un momento en el que los precios de los bonos estaban cayendo, con un descenso en la cotización del dólar, fueron frecuentes las situaciones de prestamistas hipotecarios que ajustaban sus tipos diariamente, incluso intradiariamente, en conjunción con un creciente mercado sobre el tipo de cambio y los desarrollos del mercado interno de crédito.

IV. CONCLUSIONES

Los cambios en el sistema financiero de Estados Unidos durante los últimos diez años han estado motivados por drásticos cambios en el

entorno económico general. Los tipos de interés se han movido ampliamente durante este período, en gran parte reflejando la cambiante experiencia inflacionaria y las expectativas derivadas. Además, los tipos de interés han llegado a ser vistos como inherentemente más volátiles de lo que se pensaba a mediados de los años setenta. Mientras la economía de Estados Unidos ha estado creciendo de una forma estable desde finales de 1982 y ha disminuido el desaprovechamiento en la utilización de recursos, los esfuerzos para el pago de las deudas por parte de los prestatarios han sido sustanciales. Esto reflejaba no sólo una tasa de inflación más atenuada, repercutiendo sobre las adquisiciones de inmuebles realizadas para protegerse de la inflación, sino un sector agrícola deprimido junto con una debilidad en el sector energético y otros desequilibrios asociados con una erosión masiva de la posición neta exportadora de Estados Unidos. También los problemas de la deuda de los países menos desarrollados afectaron a la posición en el capital de algunos prestamistas. La confluencia de estos hechos, resultantes de un importante grado de desinflación, de un moderado crecimiento económico y de la fortaleza del dólar, no fue claramente prevista por las instituciones financieras y los mercados. En cualquier caso, ha tenido un pronunciado efecto sobre las actitudes y los comportamientos. Los participantes en los mercados financieros generalmente se han convertido en más sensibles ante el riesgo del crédito y del tipo de interés. Sobre este substrato ha ido emergiendo una creciente masa de productos financieros, algunos de los cuales han sido explicados en este artículo, que permiten a las instituciones financieras y a otros agentes ajustar e intercambiar su exposición al riesgo y adaptarse así a sus preferencias y capacidades de absorción.

La situación de los recursos propios de las instituciones e intermediarios financieros ha estado afectada por las duras pérdidas económicas debidas a la concentración de muchos de los sobreesfuerzos de sus clientes. Las medidas tomadas por estas instituciones en los últimos años para limitar sus riesgos se espera que reduzcan su vulnerabilidad ante los *shocks* económicos del futuro. El creciente uso de instrumentos de protección es una de estas innovaciones que limitan los riesgos. Sin embargo, muchos de estos instrumentos, especialmente aquellos relacionados con las hipotecas y con su incierta amortización anticipada, contienen elementos de riesgo que no son completamente conocidos y puede que no sean completamente entendidos por sus usuarios.

El proceso de conversión préstamos-obligaciones es otro desarrollo aplicado al riesgo de los depósitos. Los bancos y las instituciones de ahorro han sido capaces de continuar la creación de crédito evitando las pérdidas asociadas con el riesgo de crédito o de tipo de interés, ya que estos créditos no son vendidos con garantía del que los crea. En los casos donde esta garantía es aportada, en cambio, la situación de los recursos propios de estas instituciones y la de sus fondos federales de garantía de depósitos es más expuesta. También de cierto interés son las consecuencias para las carteras de los bancos de las ventas de préstamos, si los préstamos que se venden son créditos de alta calidad. En estas circunstancias, la calidad media de los préstamos que permanecen en la cartera del banco podría reducirse.

El riesgo continúa siendo importante en el caso del mercado de títulos hipotecarios al portador; con mucho, la parte más importante de las conversiones. De hecho, parece que en este período de preocupación creciente sobre la calidad del crédito y la estabilidad financiera, los inversores han buscado la protección de una mejora del crédito federal. En todo caso, los inversores están incorporando en sus carteras más obligaciones sin dicha garantía, como los bonos de «alto rendimiento», implicando una mayor exposición de sus carteras a los riesgos por crédito y por tipo de interés, disminuyendo con ello la exposición de los recursos propios de la banca y las entidades de ahorro.

Este proceso, modificando la incidencia de las pérdidas económicas y los riesgos en el sistema financiero, puede afectar al comportamiento del

gasto agregado y a la forma en que funciona la economía. El gasto puede verse afectado en forma diferente si las pérdidas económicas son absorbidas directamente por las carteras del público o si son absorbidas por los recursos propios de las entidades crediticias. Y lo que es probablemente más importante, el proceso de conversión préstamos-obligaciones ha provocado un impacto más inmediato del tipo de interés y las innovaciones en el mercado de créditos sobre los mercados de préstamo. De hecho, debido a la más fuerte integración de los mercados financieros de Estados Unidos con otros mercados exteriores, las influencias internacionales sobre los mercados crediticios locales están aumentando.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no reflejan necesariamente las de la Junta de Gobernadores u otros miembros de su *staff*.

(1) La prima suplementaria que muchos bancos ahora pagan ha estimulado una mayor participación de empresas prestatarias de alta solvencia en el mercado abierto del crédito, debido a que los costes bancarios han estado sometidos a presiones alcistas a causa de la mayor retribución pagada por los recursos. En esencia, la calidad del crédito de las organizaciones bancarias ha descendido en relación con muchos clientes privilegiados, haciendo el mercado abierto del crédito relativamente menos costoso para estos clientes bancarios.

(2) Las instituciones de ahorro también intercambian hipotecas por títulos hipotecarios al portador representativos de las hipotecas vendidas. Estos títulos son más líquidos que las hipotecas en sí mismas y pueden utilizarse como colateral en ciertas clases de préstamos.

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO FRANCES

Didier BRUNEEL

INTRODUCCION: ORIGEN DEL PROCESO DE INNOVACIONES FINANCIERAS

Hasta fecha reciente, la financiación de la economía francesa se basaba en la intermediación bancaria, puesto que los mercados de títulos negociables sólo desempeñaban una función limitada. Pero desde 1980 estos mercados han empezado a adquirir progresivamente una importancia determinante en un contexto intenso de desregulación e innovaciones financieras.

En un contexto incierto que se caracteriza por la amplitud de las variaciones de los tipos de inflación, interés y cambio, tanto los prestamistas como los prestatarios han procurado evidentemente reducir su exposición a los riesgos.

Ha resultado de ello:

— Un acortamiento de la duración de exposición a los riesgos, gracias a la reducción de los plazos o a fórmulas del tipo de obligaciones de emisión opcional, con espacios en blanco, con cláusula de intercambio, renovables, etcétera.

— Una disminución del impacto de las fluctuaciones de los tipos de interés sobre el valor de los títulos gracias a la utilización de tipos variables o revisables.

— El desarrollo de técnicas de cobertura de los riesgos inherentes a los tipos de interés y cambio, gracias:

- a las contrataciones a término de instrumentos financieros y opciones negociables;
- al desarrollo de las operaciones de retroventa o de *swaps* (de tipos de interés o de vencimientos).

Esta evolución se ha visto acentuada por la deformación de la estructura de las necesidades y las capacidades de financiación de los agentes económicos.

Las necesidades de financiación de las empre-

sas no financieras, que representaban cerca del 5 por 100 del PIB a principios de la década de los ochenta, no han dejado de disminuir. En 1987 ya sólo deberían representar un 1,2 por 100 del PIB. Por el contrario, las necesidades de financiación de las administraciones públicas (Estado, colectividades locales y seguridad social), que eran antaño muy escasas, se acercan en la actualidad al 3 por 100 del PIB.

La capacidad de financiación de los hogares sólo ha disminuido muy ligeramente, pero a costa de una considerable reducción de sus inversiones en viviendas. Por otra parte, la estabilidad relativa del tipo de ahorro financiero de los hogares (un 4,4 por 100 en 1980, un 3,4 por 100 en 1987) oculta una preferencia cada vez mayor por los títulos del mercado financiero, en detrimento de los depósitos bancarios tradicionales.

El papel activo que han desempeñado los poderes públicos en el proceso de innovación financiera y modernización de la financiación de la economía constituye, sin duda, una de las especificidades más destacadas de la experiencia francesa.

Este papel se explica, desde luego, por la necesidad que tiene el Estado de mejorar las condiciones de la gestión de su deuda (creación de los mercados de títulos a corto plazo negociables) o reducir los gastos presupuestarios (reducción del porcentaje de créditos a tipos de interés privilegiados).

Ahora bien, la actuación de las autoridades también ha pretendido incrementar la competencia con objeto de permitir una mejor asignación de los recursos y reducir el coste de la intermediación.

Por último, la creación de un mercado unificado de capitales era una de las condiciones pre-

vías al desarrollo de una política más activa de tipos de interés y al abandono de un contexto de créditos estancado.

Gracias a las reformas adoptadas, las estructuras del sistema financiero francés se basan en lo sucesivo en los esquemas analíticos propios de las «economías de mercado» y no ya en los de las «economías de endeudamiento».

Este proceso ha supuesto, evidentemente, una serie de mutaciones importantes para el sistema bancario, pero también ha acarreado consecuencias de consideración en lo referente a la dirección de la política monetaria.

I. PASO DE LA «ECONOMIA DE ENDEUDAMIENTO» A LA «ECONOMIA DE MERCADO»

Lo que se denominó en Francia «economía de endeudamiento» se caracterizaba por:

- el papel predominante que desempeñaba el crédito bancario en la financiación de la economía;

- una creación monetaria importante y una transformación considerable (financiación de las inversiones mediante recursos líquidos);

- tipos de interés mantenidos bajos de manera artificial (por presión de los poderes públicos), por lo que no desempeñaban su función teórica de regulación automática.

En este contexto, el crecimiento económico ha sido intenso y las inversiones han podido desarrollarse gracias a un endeudamiento masivo de las empresas (habida cuenta de que los tipos de interés bajos favorecen el «efecto de palanca»).

Sin embargo, el precio que ha habido que pagar por estos éxitos aparentes ha sido:

- Una inflación fuerte alimentada por la creación monetaria (la subida de los precios al por menor ha sido, por término medio, del 6 por 100 en Francia entre 1949 y 1976, por tan sólo un 2,7 por 100 y un 3,3 por 100, respectivamente, en Alemania y Estados Unidos).

- Un rápido deterioro del valor del franco (un marco alemán valía 2,30 francos en 1979 por 0,83 francos en 1949).

- Una inadaptación del aparato productivo francés, puesto que los tipos de interés artificialmente bajos no han determinado una asigna-

ción óptima de los recursos y han permitido, en concreto, el desarrollo de inversiones poco rentables en detrimento de otras operaciones con más futuro.

El desarrollo de las fuentes de financiación e inversión distintas de las ofrecidas por los bancos se ha producido en cuatro direcciones:

- La expansión considerable de los mercados de acciones y obligaciones.

- La creación de títulos negociables a corto plazo y la reforma del mercado monetario.

- El desarrollo de mercados a término de instrumentos financieros y opciones.

- El desmantelamiento del control de cambios.

1. Expansión de los mercados de acciones y obligaciones

1.1 Mercado de acciones

Las emisiones de acciones por sociedades que cotizan en Bolsa han pasado de unos 3.000 millones de francos en 1979 a unos 66.500 millones en 1986, mientras que en el mismo período la capitalización bolsista pasó de 234.800 millones a 1.150.300 millones, y el volumen de transacciones, de 48.100 millones a 427.300 millones.

a) Fomento de la oferta

Las reformas han tenido la ambición de facilitar el acceso al mercado de aquellas empresas sin posibilidad de introducirse, como consecuencia, ora de sus dimensiones, ora de la estructura del conjunto de sus accionistas.

- Con objeto de favorecer la emisión de títulos de asociados por sociedades familiares o empresas nacionalizadas, se han introducido fórmulas de títulos de asociados sin derecho de voto: acciones con dividendo prioritario, certificados de inversión, etcétera.

- Con objeto de facilitar el acceso al mercado bolsista de las empresas de dimensión media, se ha creado el «segundo mercado», intermedio entre el mercado oficial y el mercado fuera de cotización. Esta reforma se ha inspirado en experiencias extranjeras (*Unlisted Securities Market* británica). Las condiciones que se requieren para introducirse en el segundo mercado son menos rigurosas que las del mercado oficial.

Se han adoptado asimismo medidas para incitar a las empresas a consolidar sus fondos propios: supresión de los derechos de registro en

el caso de las ampliaciones de capital en metálico, posibilidad para las sociedades, desde 1983, de proponer a sus accionistas el pago del dividendo en acciones, etcétera.

b) Desarrollo de la demanda

La ley de 13 de julio de 1978, denominada ley *Monory*, al permitir que se dedujeran (hasta un máximo de 5.000 francos por matrimonio) de la renta imponible las inversiones netas en acciones francesas, tenía la ambición de dar un nuevo impulso a los accionistas particulares. Y así ocurrió en efecto, porque en 1981 se acogieron a la desgravación 1,5 millones de hogares fiscales, mientras que el porcentaje de posesión de acciones ascendió al 10 por 100 del número total de hogares por sólo un 5 por 100 en 1975. En cualquier caso, el factor determinante del desarrollo de la demanda de títulos ha sido sin duda la progresión sensible de las cotizaciones desde el año 1983.

Esta inversión de la tendencia debe imputarse principalmente a la recuperación experimentada por el coeficiente de margen de las sociedades. Este coeficiente (parte del superávit bruto de explotación en el valor añadido), que supuso globalmente alrededor del 25,3 por 100 desde 1976 hasta 1979, descendió hasta menos del 24 por 100 en 1981 y 1982; empezó a progresar a partir de 1983 para acabar fijándose, en 1986, en el 27,2 por 100, con lo que volvió a sus niveles de principios de la década de los setenta.

Las operaciones de privatización que han tenido lugar en 1987 han contribuido también sensiblemente a un nuevo incremento del número de accionistas.

Se está produciendo asimismo una reforma de la Bolsa, siendo sus elementos principales la supresión progresiva del monopolio de los agentes de cambio y bolsa en las transacciones y la elaboración de un código deontológico para los operadores.

El desarrollo del mercado ha corrido parejo con una modernización de los procedimientos:

- desmaterialización de los títulos;
- cotización continua;
- reducción de las comisiones.

A pesar de su desarrollo actual, la Bolsa de París no es sino la séptima del mundo (cuadro número 1).

CUADRO NUM. 1
CLASIFICACION DE LAS PRINCIPALES BOLSAS
(En número de veces la capitalización de acciones francesas y el volumen de transacciones)

	Capitalización	Volumen de transacciones
Estados Unidos	24	52
Japón	12	18
Reino Unido	4	4
Alemania	2,2	4
Canadá	2	2
Suiza	1,1	3
Francia	1	1

1.2 Mercado de obligaciones

a) Volumen de emisiones

El mercado obligacionista, que fue durante mucho tiempo una fuente marginal de financiación, se ha desarrollado considerablemente en la actualidad. Como puede apreciarse en el cuadro núm. 2, el volumen de emisiones brutas aumentó sensiblemente a partir de 1980, hasta alcanzar en 1986 un valor del 7,1 por 100 del PIB.

CUADRO NUM. 2
EMISIONES BRUTAS DE OBLIGACIONES

	1972	1979	1980	1986
En miles de millones	28,9	65,6	111,7	347,2
En porcentaje del PIB	2,9	2,7	4,0	7,1

En el mercado secundario, las transacciones pasaron de 63.200 millones en 1980 a 1.716.500 millones en 1986. La capitalización bolsista de las obligaciones se triplicó durante este mismo período (de 567.400 millones a finales de 1980 a 1.974.000 millones a finales de 1986).

Si se considera el volumen de emisiones netas con respecto al PIB, el mercado obligacionista francés es el más importante de Europa (cuadro número 3).

CUADRO NUM. 3
EMISIONES NETAS DE OBLIGACIONES/PIB
(En porcentaje)

	1985	1986
Alemania	4,3	4,5
Reino Unido	3,0	1,9
Francia	5,2	5,4
Estados Unidos	13,8	12,2
Japón	7,7	8,6

b) Naturaleza de los emisores

El sensible aumento del déficit presupuestario que se produjo a partir de 1980, y la voluntad de limitar estrictamente la creación monetaria del Tesoro, han conducido al Estado a hacer emisiones en el mercado obligacionista. El deseo prudencial de consolidar los pasivos bancarios y el control muy restrictivo de los créditos bancarios financiados mediante recursos monetarios han incitado fuertemente a las entidades financieras a incrementar sus emisiones.

Así, pues, las emisiones del Estado y las de las entidades bancarias de crédito han representado lo esencial del crecimiento del mercado primario obligacionista. Las sociedades no financieras, a pesar de la mayor contribución de las «grandes empresas nacionales», han visto cómo su parte en el total de emisiones se reducía a menos del 10 por 100 en 1985 cuando era de más del 30 por 100 en 1975. En cuanto a los emisores extranjeros siguen siendo aún muy escasos, a pesar de que la cuantía emitida en 1985 fue superior a los 5.800 millones frente a los 1.100 a 1.500 millones de los años anteriores.

c) Los suscriptores

Si se analiza la evolución de la parte que representan los diferentes suscriptores, se aprecia la importancia cada vez mayor de los organismos de inversión colectivos.

En efecto, si bien la demanda de títulos se alimentó gracias a la mejora de las condiciones de remuneración del ahorro obligacionista, también se vio estimulada por la creación de los organismos de inversión a corto plazo.

Se han combinado tres elementos para hacer especialmente interesante la inversión en obligaciones: tipos de interés reales altos, tipos nominales en baja regular desde mediados de 1981 y un régimen tributario favorable.

Entre 1975 y 1980 los tipos de interés que se

CUADRO NUM. 4
PORCENTAJE DE LAS DIFERENTES CATEGORIAS
DE SUSCRIPTORES

	1982	1986
Particulares	47,6	21,0
OICVM	10,2	33,3
de ellos, a corto plazo	—	16,3
Compañías de seguros	15,4	15,4
Cajas de jubilación	6,5	5,8
Sociedades y asociaciones diversas ...	19,1	22,7
Extranjeros	1,2	1,8
	100,0	100,0

Fuente: Crédit Lyonnais.

proponían en el mercado obligacionista sólo eran ligeramente superiores a la tasa de inflación e incluso a veces inferiores, como ocurrió en 1975 y 1979; pero en la segunda parte de dicho período empezaron a aumentar de manera notable, y a partir de 1982 han superado constantemente en más de cuatro puntos la subida de los precios al por menor.

El régimen tributario también ha resultado ser incitativo, sobre todo en el caso de los particulares. Las rentas de las obligaciones francesas no sujetas a ningún índice gozan de una desgravación liberatoria del impuesto sobre la renta del orden de un 25 por 100 (+ 1 por 100 desde 1984).

Las plusvalías realizadas con ocasión de cesiones de valores mobiliarios sólo están gravadas con un 15 por 100 (+ 1 por 100 desde 1984) a partir de una franquicia (250.000 F en 1986). Este régimen tributario ha resultado tanto más favorable cuanto que la baja de los tipos permitió realizar importantes plusvalías a partir de 1982.

La demanda de títulos obligacionistas ha sido tanto mayor cuanto que dejaron de ser interesantes otros productos de ahorro competitivo. En este sentido, han sido dos las medidas que han ejercido una influencia determinante: la limitación de la libre remuneración de las cuentas a plazo y los bonos de caja, decidida en el mes

CUADRO NUM. 5
COEFICIENTE DE DESGRAVACION LIBERATORIA
(En porcentaje)

	Depósitos a plazo y bonos nominativos	Bonos anónimos	Obligaciones	Titulos a corto plazo negociables
29.11.65 - 01.01.75	25	25	25	—
01.01.75 - 15.07.78	33 1/3	33 1/3	25	—
16.07.78 - 31.12.79	40	40	25	—
01.01.80 - 31.12.82	38	42	25	—
01.01.83 - 31.12.83	45	50	25	—
01.01.84 - 31.12.85	46	51	26	46
01.01.86	46	51	26	33

de septiembre de 1981, y el endurecimiento progresivo de los impuestos que gravaban estos productos.

Por último, los OICVM a corto plazo (SICAV y FCP), que se crearon en 1982 como reacción frente al endurecimiento de la normativa reguladora de los intereses crediticios, han intervenido de manera capital en la reorientación del ahorro hacia el mercado obligacionista. Como están mejor situados que los particulares o las empresas para manejar los riesgos de fluctuación de los tipos (títulos de tipos variables, retroventas, operaciones con el MATIF), y como ofrecen a sus suscriptores a la vez una gran liquidez y una remuneración de tipos de mercado, estos organismos han tenido mucho éxito.

2. Creación de títulos negociables a corto plazo y reforma del mercado monetario

El desarrollo de los mercados de valores mobiliarios se ha conseguido a costa de la sofisticación de las técnicas y la diversificación de los productos. Esta evolución ha obligado a cuestionar las distinciones que se hacían tradicionalmente dentro de los activos financieros:

- La frontera entre acciones y obligaciones se ha difuminado con la aparición de los títulos de asociados sin derecho de voto y los títulos de crédito subordinados.

- La frontera entre obligaciones y activos monetarios ya no es tan clara a resultas de la enorme liquidez de las partes de SICAV y las fórmulas que reducen los riesgos inherentes a la fluctuación de los tipos (adquisición de obligaciones con retroventa, títulos de tipo variable o revisable) que han penetrado ampliamente entre los inversores gracias a los OICVM a corto plazo.

En consecuencia, se consideró necesario completar el abanico de inversiones existente mediante la creación de títulos a corto plazo negociables (véanse en el esquema 1 sus características) con objeto de:

- Permitir que los prestatarios puedan elegir para financiarse entre el crédito bancario en todas sus formas y la emisión de títulos en la casi totalidad de los plazos posibles.

- Brindar a los prestamistas una opción entre el depósito de sus fondos en un banco y la adquisición de títulos de todos los plazos (y no ya sólo de acciones u obligaciones) ora de manera directa, ora a través de SICAV o de FCP.

Los certificados de depósitos, los billetes de tesorería (emitidos por las empresas) y los bonos del Tesoro negociables tienen, desde el día 1 de marzo de 1987, características idénticas en lo tocante a su cuantía mínima (cinco millones de francos) y su duración (de diez días a siete años).

A 30 de abril de 1987, los efectos no vencidos de estos títulos a corto plazo ascendían a 419.000 millones de francos, de los que 165.000 millones estaban en posesión de OICVM o de agentes no financieros.

El desarrollo de estos nuevos mercados se ha visto acelerado por la reforma del mercado monetario. Este último, aunque reservado en principio a las entidades de crédito, estaba abierto a determinadas empresas «no bancarias» que podían, pues, conseguir para sus depósitos a la vista remuneraciones a tipos de mercado. Era éste el caso de las compañías de seguros, las cajas de jubilación, la Cámara Sindical de Agentes de Cambio y Bolsa, y las SICAV. La voluntad de favorecer el desarrollo entre el público de los títulos negociables y limitar el acceso al mercado de la «moneda banco central» ha conducido a definir con mayor precisión un *mercado interbancario* accesible exclusivamente a las entidades de crédito. Así, pues, se ha ido cerrando progresivamente para las antiguas ENBAMM la posibilidad de que se remuneraran libremente sus depósitos más cortos, obligándolas a administrar sus liquideces sobre la base de operaciones de pensiones y compra y venta de títulos negociables, lo cual ha contribuido al desarrollo de los nuevos mercados.

3. Mercados a plazo de instrumentos financieros

Abierto el día 20 de febrero de 1986, el «mercado a plazo de instrumentos financieros» (MATIF) sólo se ocupaba en principio de contratos a largo plazo (valor unitario, 500.000 francos) relativos a un empréstito nocional equivalente a un empréstito del Estado de una duración de diez años, amortizable *in fine* y reportando interés al tipo de un 10 por 100. En caso de entregas efectivas, éstas se efectuarán en empréstitos sinónimos garantizados por el Estado. Desde el mes de junio se están negociando contratos relativos a bonos del Tesoro a tres meses.

La actividad en el MATIF ha superado con creces las hipótesis más optimistas; en efecto, al cabo de un año de funcionamiento, el número de contratos suscritos en una sesión de activi-

ESQUEMA 1

TITULOS DEL MERCADO MONETARIO (Negociables por el conjunto de los agentes económicos) (23/02/1987)

BANQUE DE FRANCE
DIRECTION GENERALE DES ETUDES
Direction des Etudes et
Statistiques Monétaires
S.A.S.N.

	CERTIFICADOS DE DEPÓSITO CD	BONOS DE TESORERÍA BT	BONOS DEL TESORO (NEGOCIABLES) BTR	BONOS EMITIDOS POR INST. FINAN. ESPECIALIZADAS (NEGOCIABLES) BIFS	BONOS EMITIDOS POR SOCIEDADES FINANCIERAS BSF	BONOS EMITIDOS POR ENTIDADES art. 99 BNI
fecha de creación	marzo de 1985	diciembre de 1985	diciembre de 1985	diciembre de 1985	mayo de 1986	marzo de 1987
Emisores	Entidades de crédito que: — pueden recibir fondos del público a menos de 2 años, es decir, bancos de la AFB, bancos mutualistas, cajas de ahorro y entidades de crédito municipales, CDC; — deben constituir reservas sobre el pasivo exigible. — Empresas del sector público, cooperativas agrícolas y sus asociaciones con capital propio superior a 1,5 MF. — GIE y SNC compuestas únicamente por emisores potenciales.	Empresas que no sean entidades de crédito con más de 2 años de existencia. — Sociedades por acciones que puedan aparecer públicamente al ahorro. — Empresas del sector público, cooperativas agrícolas y sus asociaciones con capital propio superior a 1,5 MF. — GIE y SNC compuestas únicamente por emisores potenciales.	Tesoro.	— Entidades financieras especializadas (CEPNE, Comptoir des Entrepreneurs, Crédit National, CFF, SDR...) — para bonos a menos de 2 años, instituciones financieras especializadas con constitución de reservas obligatorias (CFF, CN, SDR, CEPNE, CDE).	— Sociedades financieras sujetas a reservas obligatorias. — Capital mínimo: 15 millones. — Excluidas las sociedades de caución mutua.	— Entidades contempladas en el artículo 99 de la ley de 24/01/84 (sociedades de valores). — Capital mínimo 15 millones.
Plazo mínimo	6 meses; después, 3 meses (1/06/86) 10 días (1/03/87)	10 días	en la práctica 13 semanas	2 años; después, 10 días (1/03/87)	2 años; después, 10 días (1/03/87)	10 días
Plazo máximo	2 años; después, 7 años (1/2/86)	180 días; después, 2 años (1/06/86) 7 años (1/03/87)	en la práctica 5 años	7 años	7 años	7 años
Valor unitario mínimo	5 MF Sin prima de reembolso	5 MF Ni prima de reembolso ni prima de emisión para los bonos a menos de 2 años	(5 MF)	5 MF	5 MF	5 MF
Tipo de interés	tipo fijo	tipo fijo para los bonos a menos de 2 años	(tipo fijo)			
Agregados monetarios (si tenidos por ANF+OPCVM)	M3-M2	L-M3	L-M3	M3-M2	M3-M2	M3-M2
Reservas obligatorias	SI—para el circulante bruto de certificados a menos de 2 años	NO	NO	SI—para el circulante bruto de bonos a menos de 2 años	SI—para el circulante bruto de bonos a menos de 2 años	SI—para el circulante bruto de bonos a menos de 2 años
Mercado secundario	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Excluida la intervención del emisor.	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Colocación y negociación por: • entidades de crédito • entidades «del artículo 99» • agentes de los mercados interbancarios • agentes de cambio — Posible intervención del emisor.	— Contrato MATIF sobre bonos del Tesoro a 90 días.	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Colocación y negociación por: • entidades de crédito • entidades «del artículo 99» • agentes de los mercados interbancarios • agentes de cambio	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Colocación y negociación por: • entidades de crédito • entidades «del artículo 99» • agentes de los mercados interbancarios • agentes de cambio	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Colocación y negociación por: • entidades de crédito • entidades «del artículo 99» • agentes de los mercados interbancarios • agentes de cambio
Otras características	— Depósito de los certificados obligatorio para los residentes: • en una entidad de crédito • en una entidad «del artículo 99»	— Línea de crédito de sustitución otorgada por un banco, para al menos el 75% del circulante de bonos a menos de 2 años de plazo de vencimiento inicial. — Publicación por el emisor de su situación trimestral de tesorería, y, para los emisores a más de 2 años, de la misma información que se exige para las emisiones de valores mobiliarios. — En las emisiones a más de 2 años, designación de una agencia especializada que interviene bajo la vigilancia del Banco de Francia. — Domiciliación en una entidad de crédito facultada para recibir depósitos a la vista.	— emitidos por adjudicación al Banco de Francia — administrados en c/c en el Banco de Francia	— administrados en c/c en el Banco de Francia — el circulante de bonos con plazo de vencimiento inicial inferior a 2 años no puede sobrepasar el 15% del total de créditos a clientes y operaciones de crédito-arrendamiento	— el circulante de bonos con plazo de vencimiento inicial inferior a 2 años no puede sobrepasar: • el 15% de los créditos • el 50% de los créditos con vencimiento residual inferior a 2 años. — domiciliación en una entidad de crédito o en una entidad «del artículo 99»	— el circulante de bonos con plazo de vencimiento inicial inferior a 2 años no puede sobrepasar el 15% del total de títulos en cartera, ni el exceso de préstamos sobre empréstitos en los agentes financieros — domiciliación en una entidad de crédito o en una entidad «del artículo 99»
Textos de base	— Reglamentos 85/06, 85/19, 86/10, 86/11 del CRB — Carta del Gobernador de 1/03/85	— Ley n.º 85-1321, de 14/12/85 — Decretos n.º 85-1388, de 16/12/85, y n.º 86-210, de 11/02/86 — Reglamentos 85/18, 86/07, 86/11 y 86/19 del CRB	No hay texto	— Ley n.º 85-1321, de 14/12/85 — Reglamentos 85/20, 86/07, 86/19, 87/01 y 87/02 del CRB	— Reglamentos 86/12, 86/19 y 87/03 del CRB	— Reglamento 87/03 del CRB
Fiscalidad	— Rendimientos: sin retención en origen, gravamen liberatorio opcional para las personas físicas al 32% (+1%) — Plusvalías: asimiladas a rendimientos					

CRB: Comité de Reglamentación Bancaria; MF: millones de francos; GIE: grupo de interés económico; SNC: sociedades colectivas.

dad normal es superior al registrado en el LIFFE de Londres.

En fecha muy próxima debería empezar a funcionar un mercado de opciones.

4. Desmantelamiento del control de cambios

A través de cinco series de medidas (15 de abril, 21 de mayo, 8 de julio y 18 de diciembre de 1986 y 21 de mayo de 1987), los particulares y las empresas han vuelto a gozar de un grado de libertad sin precedentes desde el año 1968.

Sin embargo, aún subsiste para los particulares y las empresas no exportadoras la prohibición de abrir cuentas en el extranjero (y cuentas en divisas en los bancos residentes).

Asimismo, los préstamos en francos a no residentes cuando no forman parte de una operación comercial sólo quedan autorizados hasta una cuantía igual a los recursos en francos recaudados entre los no residentes.

A pesar de estas restricciones, los particulares tienen libertad total para constituirse un patrimonio en títulos extranjeros o activos inmobiliarios situados en el extranjero. Las empresas también gozan de gran libertad para administrar sus riesgos comerciales y realizar operaciones financieras (libertad para invertir en el extranjero, para realizar empréstitos en divisas, coberturas a plazo o adquisiciones de títulos).

5. Evolución de la importancia de las financiaciones intermedias en la financiación de la economía

La cuantía de la intermediación mencionada más adelante viene dada por la relación entre la deuda intermediada de los agentes no financieros residentes (créditos concedidos por las entidades financieras) y el total de su financiación exterior.

A partir de 1980 la estructura de los flujos financieros está evolucionando en el sentido de una consolidación del papel del mercado financiero, en detrimento de la intermediación bancaria.

Los intermediarios financieros, que cubrían casi un 80 por 100 de la financiación de la economía en 1981, ya sólo cubren aproximadamente un 40 por 100 en 1986. Esta deformación de las fuentes de la financiación exterior (sin contar la autofinanciación) de los agentes se debe, en lo esencial, a un desarrollo muy importante de los recursos recaudados en los mercados internos de capital. En este sentido, el año 1986 ha resultado ser un año clave. En primer lugar, la progresión de la totalidad de las financiaciones a la economía fue inferior a la registrada en 1985, evolución similar a la mejora de los resultados de las empresas y al aumento de la importancia de su autofinanciación. Por otra parte, ha sido muy pronunciado el descenso del coeficiente de intermediación en el transcurso del año. Este retroceso de más de veinte puntos se explica a la vez por una progresión menor de las financiaciones con intermediarios y un mayor desarrollo de las financiaciones sin intermediación:

— Las entidades financieras han reducido a la mitad aproximadamente sus préstamos a la economía, respondiendo, a la vez, a la voluntad del Estado de financiar su presupuesto mediante recursos no monetarios y a la escasez de la demanda de crédito por parte de las sociedades.

— La progresión de las financiaciones sin intermediación superó en 100.000 millones la que se registró en 1985; mientras que las financiaciones exteriores a la nación disminuían sensiblemente, los agentes han recurrido masivamente a los recursos recaudados en el mercado interno en forma tanto de acciones como de obligaciones.

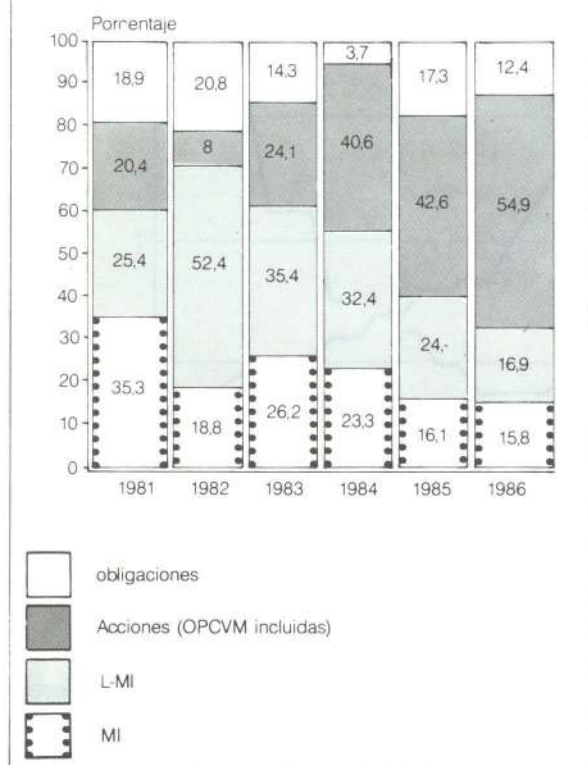
La financiación sin intermediación de las sociedades representaba tan sólo del 30 al 35 por 100 de las financiaciones exteriores a principios

CUADRO NUM. 6
EVOLUCION DE LA NATURALEZA DE LAS FINANCIACIONES

Flujos netos (en miles de millones)	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Financiación por instituciones financieras A	314,8	420,9	386,6	342,0	385,5	215,6
Financiaciones desintermediadas B	92,0	123,0	161,7	199,3	226,5	340,4
Total de financiaciones C = (A + B)	406,8	543,9	548,3	541,3	612,0	556,0
Tasas de intermediación financiera A/C	0,77	0,77	0,71	0,63	0,63	0,39

GRAFICO 1

**EVOLUCION DE LA ESTRUCTURA
DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS
(Calculada sobre las variaciones)**



de la década de los ochenta; este porcentaje ascendió a casi el 50 por 100 en 1985 y al 80 por 100 en 1986.

El proceso de desintermediación también se ha desarrollado en la mayoría de los demás países de la OCDE. Se recoge en el cuadro número 8 la evolución en otros países del porcentaje de las financiaciones con intermediarios en las financiaciones exteriores (según una metodología similar a la utilizada en el caso de Francia en los cuadros anteriores). Habida cuenta del elevado porcentaje que representaban las entidades financieras en la financiación de la economía francesa a finales de la década de los setenta, la inflexión es superior en Francia que en otros países, como Estados Unidos o el Reino Unido, en los que siempre han sido importantes las financiaciones directas.

II. CONSECUENCIAS SOBRE LOS COMPORTAMIENTOS DE LOS AGENTES ECONOMICOS

1. Evolución de la estructura de los patrimonios financieros

En la década de los setenta, la liquidez en posesión de los agentes no financieros (incluida en M3), que constituía el recurso primario de la intermediación financiera, representaba cerca del 80 por 100 del incremento de sus activos financieros; este porcentaje descendió hasta el 56 por 100 en 1984, y a menos del 33 por 100 en 1986.

**CUADRO NUM. 7
ESTRUCTURA DE LA FINANCIACION DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

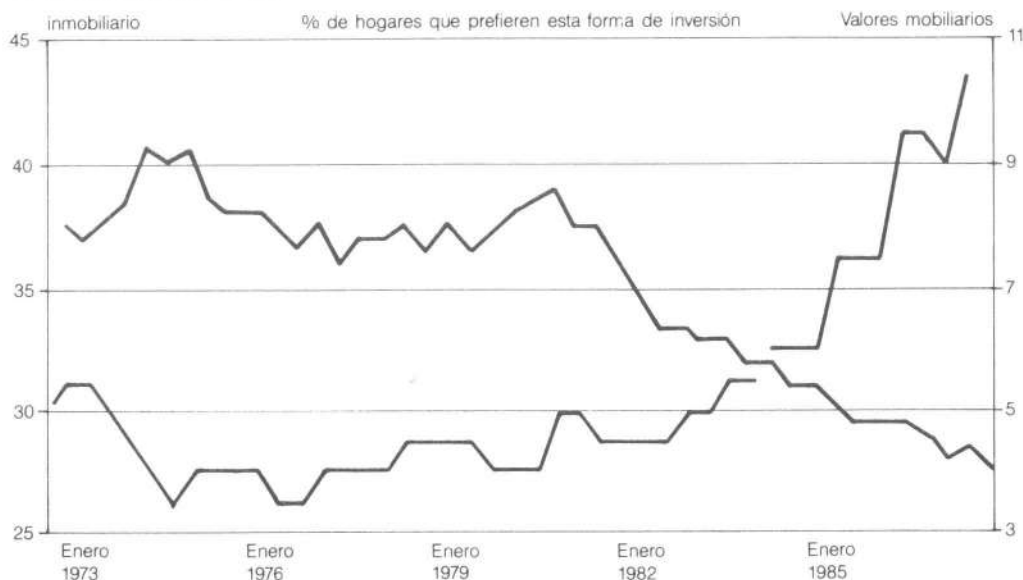
Flujos netos (en miles de millones de francos)	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Financiación por instituciones financieras A	129,1	169,6	162,6	137,1	138,7	48,6
Financiaciones desintermediadas B	73,5	91,3	109,5	106,1	127,6	194,9
Total C = (A + B)	202,6	260,9	272,0	243,2	266,3	243,5
Tasas de intermediación A/C	0,64	0,66	0,59	0,56	0,52	0,20
Pro memoria: autofinanciamiento	175,9	203,1	237,6	286,6	325,5	376,7

**CUADRO NUM. 8
PROPORCION DE LAS FINANCIACIONES INTERMEDIADAS EN LAS FINANCIACIONES EXTERNAS
DE LOS AGENTES NO FINANCIEROS**

	1970	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Estados Unidos	0,71	0,76	0,57	0,62	0,42	0,48	0,63
Japón	0,54	0,62	0,63	0,51	0,66	0,65	0,68
Alemania Federal	0,91	0,95	0,96	0,98	0,79	0,80	0,82
Italia	0,42	0,62	0,59	0,48	0,39	0,30	nd
Francia	0,77	0,80	0,69	0,77	0,78	0,71	0,62

GRAFICO 2

DESPLAZAMIENTO DE LA INVERSION INMOBILIARIA EN BENEFICIO DEL MERCADO FINANCIERO



Fuente: Economía y Finanzas Agrícolas

2. Arbitraje entre inversiones en activos financieros e inversiones físicas

2.1 Arbitraje de los hogares entre inversiones en vivienda e inversiones financieras

Al retroceder la inflación, los ahorradores han experimentado cada vez menos la necesidad de adquirir activos reales (valores refugio) para protegerse contra la erosión monetaria.

El caso del sector inmobiliario es sintomático. En Francia, entre 1945 y 1981, su importancia no ha dejado de aumentar por mor de una cierta penuria y un trato fiscal privilegiado y también porque los franceses, al adquirir su vivienda, han podido durante mucho tiempo esperar sacar un doble provecho: realizar una plusvalía y de resultados de una inflación creciente devolver el préstamo que se les había concedido en una moneda fuertemente depreciada, tanto más cuanto que su poder adquisitivo parecía sólidamente garantizado. Durante estos treinta y cinco años el sector inmobiliario francés no se ha visto afectado por ninguna crisis, ni siquiera por la que siguió al conflicto petrolífero en la mayoría de los países desarrollados. En estas condiciones, la crisis de 1982 se ha sentido de manera todavía más brutal. Los precios han bajado y en algunos casos se han hundido literalmente, con dificultades absolutamente inesperadas para encontrar compradores en los casos de venta.

Comparadas con las inversiones financieras, las inversiones inmobiliarias han evidenciado tener una rentabilidad escasa y ofrecer perspectivas de plusvalías muy inferiores.

2.2 Arbitraje de las empresas entre inversiones financieras e inversiones físicas

Se suele afirmar frecuentemente que, en un contexto de tipos de interés reales altos, las empresas prefieren abstenerse de invertir y se dedican a incrementar sus activos financieros. Sin embargo, esta idea, sólidamente anclada en la opinión pública, no es fácil de demostrar.

a) Impacto de los tipos de interés en la inversión

Siempre ha resultado difícil poner de manifiesto empíricamente la influencia en la inversión de los tipos de interés. Esta incidencia ha resultado ser mínima, cuando no inexistente, en todos los trabajos econométricos realizados en Francia.

Ahora bien, la fiabilidad de estos resultados es dudosa porque se han obtenido a partir de estudios realizados en las décadas de los sesenta y los setenta, que se caracterizaron por bajos tipos de interés y una fuerte inflación; la situación actual (altos tipos de interés reales, baja inflación) es totalmente nueva para Francia.

Es difícil imaginar que la rentabilidad económica del capital físico pueda mantenerse de manera duradera por debajo del rendimiento de las inversiones financieras sin dar lugar a arbitrajes. Es asimismo probable que las sustituciones a corto plazo acaben afectando los plazos de realización de las inversiones. Admitiendo incluso que las existencias deseadas de capital fueran insensibles a las condiciones financieras, lo cierto es que el ritmo de las inversiones (y, dentro de él, el perfil de ajuste del capital a su nivel deseado) es susceptible de verse influido por los tipos de interés.

De una manera más general, el comportamiento de desendeudamiento, mediante el cual muchos observadores explican hoy las escasas inversiones, se analiza igualmente como un fenómeno de arbitraje entre activos reales y activos financieros (en este caso concretamente se trata de pasivos financieros). Como el efecto de palanca se ha negativizado desde el año 1982, las empresas encuentran mayores ventajas hoy en reducir su endeudamiento que en invertir. Este razonamiento se basa en la comparación entre el coste de las financiaciones y el del rendimiento.

b) Datos de la contabilidad nacional

Refiriéndose a las cuentas de las sociedades elaboradas en el marco de la contabilidad nacional (véase cuadro núm. 9), es posible aportar algunas precisiones.

— Entre 1980 y 1985 las adquisiciones de valores mobiliarios referidas, por una parte, al ahorro bruto y, por otra, al valor añadido de las sociedades, pasaron, respectivamente, del 7,7 al 53 por 100 y del 0,8 al 6,5 por 100.

— Sin embargo, esta evolución refleja, en parte, una reordenación de carteras, ya que, en el mismo tiempo, descendió sensiblemente el porcentaje de los haberes monetarios en los activos de las sociedades. Así, pues, la relación entre el incremento de la totalidad de los activos financieros y el valor añadido pasó, entre 1980 y 1985, del 4,4 al 6,7 por 100, esto es, una progresión relativa muy inferior a la de las adquisiciones de valores mobiliarios solas. La relación entre el incremento de los activos financieros y el ahorro bruto varió por su parte del 38,5 al 54,7 por 100.

— La relación entre la FBCF y el valor añadido pasó del 19,3 en 1980 al 16,6 en 1985. De hecho, el descenso de la tasa de inversiones ha sido continuo desde 1980 hasta 1984, con un retroceso brutal en 1983, año en que el coeficiente llegó a ser del 17,2 por 100 (18,4 por 100 en 1982).

En cualquier caso, es difícil relacionar el retroceso de las inversiones con el entusiasmo por los valores mobiliarios: durante todo el período de declive sensible del coeficiente FBCF/valor añadido (1980-1983) varió poco la importancia relativa de las compras de valores mobiliarios en los empleos de las sociedades. En 1983, año en que se acentuó el retroceso de la inversión, aumentaron considerablemente las liquideces

CUADRO NUM. 9
DATOS DE LA CONTABILIDAD NACIONAL: CUENTAS DE LAS SOCIEDADES

(En miles de millones)		1980	1983	1985
1. Valor añadido		1.463	2.062	2.412
2. Ahorro bruto		169	201	296
3. Variación de los créditos en dinero		52	74	5
4. Variación de los créditos en acciones y obligaciones		13	47	157
5. Formación Bruta de capital fijo (FBCF) (fuera de <i>stocks</i>)		283	354	401

(En porcentaje)		1980	1983	1985
Adquisición de créditos en acciones y obligaciones	$\frac{4}{2}$	7,7	23,3	53
Ahorro bruto				
Adquisición de créditos en acciones y obligaciones	$\frac{4}{1}$	0,8	2,2	6,5
Valor añadido				
Adquisición de créditos en dinero y en acciones y obligaciones	$\frac{3 + 4}{2}$	38,5	60,2	54,7
Ahorro bruto				
Adquisición de créditos en dinero y en acciones y obligaciones	$\frac{3 + 4}{1}$	4,4	5,8	6,7
Valor añadido				
Formación bruta de capital fijo	$\frac{5}{1}$	19,3	17,2	16,6
Valor añadido				
Ahorro bruto	$\frac{2}{1}$	11,6	9,7	12,3
Valor añadido				

como reflejo del comportamiento de espera de las sociedades.

Ahora bien, esta política de espera se vio favorecida aparentemente en los años 1984-1986 por las condiciones extremadamente favorables de los mercados de capitales. Estas condiciones determinaron no sólo una transferencia masiva de los haberes líquidos hacia los títulos, sino también un incremento propio de las carteras de valores mobiliarios. Mientras que el coeficiente activos financieros/valor añadido llegaba hasta niveles cercanos al 7 por 100, la tasa de inversión se estancó en el 16,5 por 100 en 1985 y también en 1986, de acuerdo con las primeras cifras disponibles.

Así, pues, se advierte claramente que el entusiasmo por las inversiones financieras no ha sido responsable de la caída de la inversión, pero ¿podría decirse que ha impedido su reactivación? Este interrogante podría contestarse con dos respuestas extremas entre las que es muy difícil decidirse:

— Las razones que justificaron la política de espera de las sociedades entre 1980 y 1983 (ausencia de mercados suficientes, por ejemplo) siguen siendo las mismas y lo único que han hecho las sociedades ha sido maximizar la gestión de sus tesorerías (arbitrajes entre inversiones bancarias ordinarias e inversiones financieras).

— En un contexto que se caracteriza por la considerable mejora de sus resultados (el coeficiente ahorro bruto/valor añadido pasó de 1983 a 1985 del 9,7 al 12,3 por 100) las sociedades se deciden a favor de las inversiones financieras y en detrimento de las inversiones físicas.

En cualquier caso, lo cierto es que se advierte un incremento considerable de la importancia de la función financiera dentro de las empresas.

Como las pérdidas potenciales en operaciones mal cubiertas, desde el punto de vista de los riesgos inherentes a los tipos de cambio o de interés, pueden ser superiores a los beneficios que se esperan de la actividad industrial o comercial, la función financiera se ha consolidado en los últimos años dentro de la empresa. Se ha revalorizado sensiblemente la importancia de la gestión de tesorería; el tesorero contribuye más ampliamente a la formación del resultado de la empresa, viéndose obligado a intervenir en los mercados, a correr riesgos y a administrarlos —cuando antes era ésta la función de los bancos (función más valorada, pero al mismo tiempo fuente de mayores tensiones para los operadores)— como ya lo hacían a principios

de la década de los setenta algunas grandes sociedades multinacionales.

Dentro de las grandes empresas, la gestión de los problemas financieros (seguros, sector inmobiliario, servicio financiero de la deuda, etcétera) tiene tendencia a agruparse en el seno de una misma rama de actividad, que incluye también, en ocasiones, entidades financieras, e incluso, en algunos casos, un banco de tesorería. Las entidades financieras del grupo pueden, en estos casos, recibir la responsabilidad delegada de administrar los riesgos en materia de tipos de interés y tipos de cambio.

III. MUTACIONES DEL SISTEMA BANCARIO

1. La desintermediación

Las entidades financieras registraron una primera ola de desintermediación en el año 1980, con el desarrollo del mercado de capitales a largo plazo. Y, desde hace casi dos años, están soportando las consecuencias de la creación de los mercados de instrumentos a corto plazo negociables (*commercial paper* y bonos del Tesoro negociables).

La liberalización progresiva del control de cambios las está obligando a afrontar una tercera ola de desintermediación.

1.1. Primera ola, 1980-1985: las SICAV y FCP a corto plazo

A partir del año 1980 aumentaron considerablemente la oferta y la demanda de obligaciones. Como ya se indicó, la voluntad de las autoridades de financiar el déficit presupuestario mediante recursos no monetarios determinó un nuevo impulso de la oferta. Por su parte, el deseo de los agentes no financieros —sobre todo después de la reforma de la normativa de los intereses crediticios del mes de septiembre de 1981— de contar con remuneraciones elevadas determinó una fuerte progresión de la demanda.

En consecuencia, disminuyeron los empleos (financiación del Tesoro mediante la adquisición de bonos) y los recursos (depósitos de tipos regulados) de los bancos, por lo que éstos reaccionaron frente a esta primera ola de desintermediación creando las SICAV y las FCP a corto plazo, que absorbieron los fondos que antes recaudaban directamente los bancos, colocándolos en el mercado obligacionista.

Así, pues, los bancos han recuperado, en forma de comisiones de gestión, la totalidad o una parte de los beneficios que percibían como consecuencia del margen existente entre los empleos y los recursos perdidos.

Gracias a las SICAV y las FCP a corto plazo, los bancos han podido contar igualmente con una clientela cautiva, en la que colocaban sus propias emisiones de obligaciones.

1.2 Segunda ola, 1986: los pagarés de tesorería y los bonos del Tesoro negociables

Al poner en contacto directamente a prestatarios y prestamistas a corto plazo, el desarrollo de los bonos de tesorería se ha traducido, sin que variaran por lo demás los otros parámetros, en una disminución de los créditos bancarios a las empresas y los depósitos bancarios de los agentes no financieros. Independientemente de su impacto cuantitativo en los empleos y recursos de los bancos, la creación de bonos de tesorería ha tenido repercusiones en:

- el conjunto de las condiciones deudoras, y
- la calidad de los riesgos bancarios.

Al perder el monopolio de la suscripción de bonos del Tesoro, pero también, y sobre todo, al perder una parte de la financiación a corto plazo de las empresas emisoras de papel comercial, los bancos han visto cómo disminuían sus empleos menos arriesgados.

A partir de un determinado descenso del nivel medio de sus riesgos, los bancos deben enfrentarse con un fenómeno de «mercadización»: de acuerdo con las evoluciones registradas en Estados Unidos, el desarrollo del *commercial paper* en un contexto de fuerte disminución de las necesidades de financiación de las empresas ha exacerbado la competencia entre las entidades financieras. En lo sucesivo, una parte cada vez más importante de los nuevos préstamos bancarios se está concediendo no ya a tipos referidos al TBB (tipo básico bancario), sino al TMM (tipo del mercado monetario), y a los bancos sólo les queda un margen relativamente escaso por encima de este tipo de referencia.

Con objeto de compensar la disminución de la calidad de sus riesgos y la de sus márgenes, los bancos han:

— Por una parte, desarrollado su actividad de prestatarios de servicios con respecto a las empresas; así, pues, son ellos los que se ocupan de colocar los bonos de tesorería, ya que se exige para éstos una línea de crédito de sustitución por una cuantía de hasta el 75 por 100 de los efectos no vencidos en circulación.

— Por otra parte, incrementado su distribución de créditos a particulares (créditos para el consumo y la vivienda) en un clima de gran competencia, es decir, de tipos bajos.

1.3 Tercera ola: la supresión del control de cambios

Con la supresión progresiva del control de cambios las empresas francesas están recurriendo cada vez más a las técnicas financieras internacionales, que han contribuido ampliamente al desarrollo de los mercados financieros internacionales y al proceso de desintermediación bancaria.

Las empresas francesas están empezando concretamente a utilizar las nuevas técnicas de empréstito que vienen a sustituir a los créditos clásicos de tipos fijos o revisables (emisiones de papel a corto plazo, *swap* de divisas o tipos de interés) como también las técnicas de cobertura en los mercados a plazo o directamente de común acuerdo con otros interlocutores bancarios o no bancarios.

Como en otros países, esta evolución implica un desarrollo de las operaciones fuera de balance de los bancos (*off balance-sheet operations*) y acentúa todavía más su actividad como prestatarios de servicios.

2. La diversificación de las actividades

Se está observando el desarrollo de la función financiera y la internacionalización creciente de los bancos franceses.

2.1 Importancia de la función financiera en la organización y los resultados de los bancos

En los bancos, la globalización de la contratación se traduce, cada vez más frecuentemente, en la reunión bajo una misma autoridad de las actividades en los diferentes mercados internos y externos. Así, por ejemplo, en los grandes bancos franceses, a semejanza de lo que se ha observado en los países anglosajones y en Japón, se ha creado una dirección central de los mercados de capital con objeto de reagrupar las operaciones de contratación nacionales e internacionales, las relaciones con la clientela de las empresas y los intermediarios financieros, la gestión de las carteras privadas y colectivas (SICAV, FCP) y, en algunos casos, la organización de

operaciones de capital entre empresas (fusiones y adquisiciones). Es frecuente la creación de salas de contratación comunes para las operaciones en francos y en divisas. Los grupos bancarios tienden a crear además, muchas veces en forma de consorcio, bancos de arbitraje o de tesorería que engloban dentro de estructuras ligeras (de 50 a 100 asalariados) a especialistas de diferentes mercados o productos con objeto de aprovechar al máximo los rendimientos diferenciales entre los diferentes mercados y disponer de una visión global de los arbitrajes.

Esta evolución se manifiesta en las cuentas de resultados de los bancos. En efecto, cabe la posibilidad de evaluar la importancia de las operaciones con los nuevos instrumentos financieros con respecto al producto bancario. Así, la Comisión Bancaria se ha dedicado a analizar la importancia de los «productos diversos» que engloban, de hecho, las operaciones de contratación de las entidades (gestión de los títulos de la clientela, cartera de inversiones de la entidad, operaciones de cambio y arbitraje). En 1986, sólo en el caso de los bancos AFB, estos productos representaron el 25 por 100 del producto bancario global (e incluso el 58 por 100 en determinados casos) frente al 17 por 100 en 1985 y el 13 por 100 en 1984.

Otro de los medios para aprehender la importancia de estas nuevas actividades consiste en seguir la evolución de algunos gastos generales. Al margen de los gastos de personal, estos gastos aumentaron en un 7,6 por 100 en 1986, esto es, según un ritmo superior al de la inflación. Ahora bien, estos gastos generales engloban, en la mayoría de los casos, el montaje de una informática pesada, indispensable para casi todas las operaciones que se efectúan con los nuevos instrumentos financieros.

2.2 Internacionalización de la actividad de los bancos franceses

La cuantía de las inversiones en el extranjero realizadas por los bancos franceses pasó de

6.800 millones en 1978 a 20.800 millones en 1985, triplicándose en francos corrientes entre dichas dos fechas. El porcentaje de la situación de las agencias extranjeras en el total acumulado de la situación de los bancos franceses implantados en el extranjero (en total, 55 bancos sobre 299 de derecho francés en 1984) aumentó así del 18,1 por 100 en 1978 al 41,5 por 100. Las operaciones fuera de balance de estas agencias representan en el momento actual más del 60 por 100 de la actividad fuera de balance en Francia y el extranjero.

3. Estructura de los balances de los bancos franceses

El balance de las instituciones financieras pone de manifiesto la importancia cada vez mayor de las operaciones en divisas y de las operaciones efectuadas con los no residentes en el total del balance de las entidades financieras bancarias.

También revela el pequeño porcentaje de los empleos de los bancos en títulos negociables en francos (un 3,7 por 100 en 1984, del que un 2,1 por 100 en bonos del Tesoro, frente a, respectivamente, el 2,6 y el 1,5 por 100 en 1977).

Ahora bien, conviene precisar que, en términos de flujo, los títulos de inversión en cartera en los bancos han progresado un 21,8 por 100 en 1985 y un 27,5 por 100 en 1986. Estos ritmos de crecimiento son comparables a los del crédito bancario: 11,1 por 100 en 1983, 9,2 por 100 en 1985 y 6,2 por 100 en 1986.

Si sólo se consideran los empleos y los recursos en francos con los residentes (compensando las operaciones de tesorería entre entidades financieras y eliminando las partidas diversas de activo y pasivo) se obtiene la representación esquemática que se indica en el cuadro número 10.

Los bancos han desarrollado considerablemente su oferta de crédito a medio y largo plazo a tipos variables o revisables. La mayor parte

CUADRO NUM. 10
EMPLEOS Y RECURSOS DE LOS BANCOS
(Residentes, francos)

Empleos (en porcentaje)	1977	1984	Recursos	1977	1984
Bonos del Tesoro	3,3	5,6	Liquidez	77,1	70,1
Títulos de inversión	2,2	4,4	Obligaciones	6,7	13,4
Créditos	94,5	90,0	Fondos propios	7,2	10,5
			Obligaciones netas en entidades financieras	10,0	6,0
	100,0	100,0		100,0	100,0

CUADRO NUM. 11
BALANCE DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS BANCARIAS
(Excluido el Banco de Francia)

Activo	1977		1984		Pasivo	1977		1984	
	Saldo pendiente	Porcentaje	Saldo pendiente	Porcentaje		Saldo pendiente	Porcentaje	Saldo pendiente	Porcentaje
Activo residentes					Pasivo residentes				
Créditos sobre el Tesoro Público	29,6	1,5	117,0	2,1	Liquidez ostentada por residentes	777,7	39,9	1.639,2	28,7
Haberes en cuentas corrientes postales	1,7	0,1	2,0	—	Francos	771,5	39,6	1.605,3	28,1
Bonos del Tesoro en cartera ...	27,9	1,4	115,0	2,1	Divisas extranjeras	6,2	0,3	33,9	0,6
De ellos, bonos de pensiones ..	(12,2)	(0,6)	(5,2)	(0,1)	Compromisos a la vista de los IF residentes	526,3	27,0	1.491,4	26,2
Crédito sobre la economía	885,6	45,5	2.066,8	36,2	Francos	466,1	23,9	1.178,0	20,7
Créditos	865,2	44,4	1.967,6	34,5	Divisas extranjeras	60,2	3,1	313,4	5,5
Francos	(845,9)	(43,4)	1.892,7	(33,2)	Compromisos a la vista del Tesoro	—	—	5,7	0,1
Divisas extranjeras	(19,3)	(1,0)	(74,9)	(1,3)	Préstamos obligacionistas en manos de R (comprendidas las obligaciones emitidas en títulos de los CODEVI)	67,1	3,5	306,0	5,4
Títulos de inversión	20,4	1,1	99,2	1,7	Recursos propios	71,8	3,7	240,1	4,2
Francos	20,2	1,1	91,9	1,6	Otras rúbricas de pasivo	190,4	9,8	559,4	9,8
Divisas extranjeras	0,2	—	7,3	0,1					
Créditos sobre los IF residentes	438,2	22,5	1.360,0	23,8					
Francos	376,9	19,4	1.039,5	18,2					
Divisas	61,3	3,1	320,5	5,6					
Inmovilizados	40,8	2,1	107,3	1,9					
Otras rúbricas de activo	204,2	10,5	621,9	10,9					
de ellas, obligaciones CODEVI..	(—)	(—)	(9,4)	(0,2)					
Total activo residentes	1.598,4	82,1	4.273,0	74,9	Total pasivo residentes	1.633,3	83,9	4.241,8	74,4
Activo no residentes					Pasivo no residentes				
Créditos a la clientela NR	97,8	5,0	466,0	8,2	Liquidez ostentada por NR	28,4	1,4	151,7	2,7
Francos	51,6	2,6	167,5	2,9	Francos	8,5	0,4	21,4	0,4
Divisas extranjeras	46,2	2,4	298,5	5,3	Divisas extranjeras	19,9	1,0	130,3	2,3
Títulos	4,4	0,2	41,5	0,7	Préstamos obligacionistas en manos de NR	9,3	0,5	139,4	2,4
Créditos sobre los IF no residentes	244,2	12,5	899,4	15,8	Compromisos a la vista de los no residentes	276,5	14,2	1.165,1	20,4
Francos	3,3	0,2	20,2	0,4	Francos	11,0	0,6	48,5	0,8
Divisas extranjeras	240,9	12,3	879,2	15,4	Divisas extranjeras	265,5	13,6	1.116,6	19,6
Otras rúbricas de activo	2,9	0,7	23,93	0,4	Otras rúbricas de pasivo	0,2	—	5,8	0,1
Total activo no residentes	349,3	17,9	1.430,8	25,1	Total pasivo no residentes	314,4	16,1	1.462,0	25,6
Total empleos	1.947,7	100,0	5.703,8	100,0	Total recursos	1.947,7	100,0	5.703,8	100,0
Francos	1.577,9	81,0	4.094,0	71,8	Francos	1.595,9	81,9	4.005,9	70,2
Divisas extranjeras	369,8	19,0	1.609,8	28,2	Divisas extranjeras	351,8	18,1	1.697,9	29,8

de los créditos a medio plazo y una fracción importante de los créditos a largo plazo a las empresas se conceden de esta manera. Más re-

cientemente, la práctica de tipos variables se ha extendido a los créditos al *habitat*, en los que sigue siendo, sin embargo, marginal.

CUADRO NUM. 12
BANCOS AFB: ESTRUCTURA DE LOS CREDITOS Y LOS RECURSOS-CLIENTELA
(En porcentaje)

	1973	1984
Créditos de los bancos a la clientela (Residentes, en francos):		
• Créditos de tipos fijos regulados o de tipos de mercado no ajustables	35,1	47,0
• Créditos de tipos referidos al tipo básico bancario	64,9	53,0
Total	100,0	100,0
Recursos-clientela de los bancos:		
— Depósitos de la clientela: (residentes, en francos):		
• depósitos no remunerados	47,8	39,1
• depósitos remunerados a tipos regulados	33,8	21,7
• depósitos remunerados a tipos referidos al tipo del mercado monetario	15,6	24,5
— Obligaciones (en francos)	3,0	14,7
Total	100,0	100,0

Paralelamente, una parte más importante de los recursos de los bancos se ha hecho sensible a las fluctuaciones de los tipos de interés.

4. Problemas del control prudencial

En el mes de abril de 1987 la Comisión Bancaria difundió un *libro blanco* que vino a constituir el primer paso de una concertación entre la profesión bancaria y las autoridades tutelares, con la finalidad de instaurar en el seno de las entidades sistemas de control interno, y de llegar, en un segundo tiempo, a una nueva normativa prudencial.

Este *libro blanco* sugiere tres modalidades de actuación:

- Identificar con precisión los riesgos del mercado.
- Determinar con prudencia y exactitud los resultados de estas operaciones con el objetivo de reevaluar de manera permanente los beneficios y las pérdidas.
- Adaptar las estructuras internas, con objeto de disponer de un instrumento permanente de control e información.

La Comisión Bancaria se ha planteado una concertación limitada, en un primer tiempo, a los riesgos inherentes a los cuatro puntos siguientes:

- En lo tocante al riesgo de los tipos de interés, propone que se comuniquen a sus servicios los resultados de los cálculos efectuados por cada entidad según sus propias técnicas antes de sacar de ellos, una vez asimilados de manera coherente, nuevas normas prudenciales cuando así procediera.

- En lo que se refiere al *riesgo de los tipos de cambio*, se plantea la posibilidad de fijar límites a la toma de posición de cambios, instituyendo, a semejanza de lo que se hace en Alemania y el Reino Unido, topes máximos en función de los fondos propios.

- En el caso del *riesgo de contrapartida*, considera conveniente, a reserva de una ponderación adaptada, incluirlos en los coeficientes de cobertura y división de riesgos.

- Finalmente, en lo que se refiere a las *facilidades de garantía*, cuyos riesgos son asimilables a los del crédito clásico, y que se incluyen entre las obligaciones de fuera de balance, tan sólo se plantea un aumento de la ponderación en los coeficientes prudenciales.

Un segundo eje de reflexión consistirá en plantearse preguntas acerca de los efectos de la internacionalización en materia de control pru-

dencial, teniendo muy presente que éste ya no podrá circunscribirse a las fronteras de un país. Así pues, habrá que basarse en consolidaciones de cuentas y extender las modalidades de cooperación de las autoridades de control de los diferentes países armonizando lo mejor posible los métodos y los conceptos, labor que ya se ha iniciado en algunas instancias internacionales, y sobre todo comunitarias, pero que será necesario proseguir y desarrollar.

Hace ya algunos años que se están realizando trabajos sobre estos temas a escala europea en el seno de un grupo de reflexión —el Comité Cooke— del que forman parte los expertos de las autoridades de control de los diferentes países miembros. A pesar de las dificultades de todo tipo con que se ha enfrentado este grupo —divergencias de las legislaciones, falta de armonización entre los métodos de control y los requisitos exigidos, carácter no comparable de las estructuras de los sistemas financieros, problemas de reciprocidad en los controles efectuados en el extranjero en sucursales, oficinas o filiales de bancos de un país determinado—, se han ido resgistrando progresivamente avances sensibles. Por ejemplo, se han adoptado ya dos iniciativas de índole prudencial que se refieren a:

- Una mejor información de las autoridades de vigilancia mediante:

- la aplicación del «nuevo concordato» adoptado por los gobernadores, en el mes de mayo de 1983, para coordinar mejor las actuaciones de los bancos centrales del «Grupo de los Diez» y las de las demás grandes entidades bancarias (sobre todo *off-shore*), la supervisión de las redes extranjeras de los grandes bancos internacionales y el cumplimiento de los principales coeficientes indicativos de la evolución de la estructura financiera de los bancos;

- el seguimiento regular de la política de provisión de los bancos, del que se transmitirá un informe al Comité de Gobernadores.

- La consolidación de la situación financiera de los bancos en términos de capital, de liquidez y de control de los riesgos de fuera de balance.

La prosecución de este esfuerzo de concentración y armonización se hará sin duda todavía más necesaria si, como preconiza la Comisión, el Acta sobre el Mercado Unico Europeo, cuya aplicación está prevista para el año 1992, se extiende a los servicios y sobre todo a los servicios bancarios.

Sin embargo, la ampliación del campo de aplicación de las normas de vigilancia de los bancos

no va a poner término por sí misma a determinados riesgos de desestabilización.

La desintermediación, desde luego, surte el efecto de provocar un deterioro relativo de la calidad de los activos bancarios y de su distribución, pero acarrea también como consecuencia una transferencia de riesgos hacia el sector de los no bancos.

La distinción entre banco y no banco se hace cada vez más difícil. No existe absolutamente ninguna diferencia entre lo que puede hacer un banco que pretende constituirse una cartera de títulos y financiarse mediante certificados de depósitos, que va a operar en el MATIF, *swap* tipos de interés o divisas, etcétera, y lo que puede hacer el director financiero de una gran empresa denominada no financiera que, a través de la emisión de bonos de tesorería, puede acceder fácilmente a los fondos del público y realizar el mismo tipo de operaciones que las anteriormente mencionadas.

En el primer caso, el banco queda sometido al control de la Comisión Bancaria, y según coeficientes prudenciales, lo que no ocurre en el caso de la gran empresa. Es importante, pues, que todos los organismos de control interesados —Comisión de Operaciones en Bolsa, Interventores de Cuentas— comprueben estrictamente que no se ha cometido ningún exceso.

Se puede considerar evidentemente que si se cometen excesos las consecuencias las van a sufrir los accionistas de la empresa. Esto es cierto, desde luego, mas no por ello debe infravalorarse el impacto de dichos excesos en el funcionamiento de la contratación y tampoco su carácter desestabilizador.

La complejidad de los nuevos instrumentos puede hacer temer que no todas las entidades de crédito y no todos los directivos de empresa van a tener siempre conciencia de los riesgos que les hacen correr sus especialistas financieros cuando, de hecho, la remuneración de estos últimos dependerá en muchos casos de los resultados aparentes que se desprendan de sus operaciones.

Finalmente, hay que tener presente que los beneficios proceden menos, en la actualidad, de los márgenes obtenidos que de la conjugación de márgenes mínimos y cuantías en enorme aumento como consecuencia de las operaciones cruzadas. Así, pues, la mayor competencia trae como consecuencia que determinados riesgos en fuerte progresión se sustenten finalmente en márgenes mermados y fondos propios no modificados.

IV. CONSECUENCIAS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Los cambios de la estructura del sistema financiero y los comportamientos de los agentes económicos modifican los mecanismos de transmisión y las modalidades de aplicación de la política monetaria.

1. Modificaciones de los mecanismos de transmisión

La función reguladora que corresponde a los mercados de capital debería hacer menos sistemática la necesidad de una intervención de los poderes públicos para reabsorber los desequilibrios, puesto que la actuación de los arbitrajes de cartera permite que se desarrollen espontáneamente los procesos de estabilización.

La función del crédito bancario como correa de transmisión de la política monetaria se está modificando. Por una parte, se está reduciendo la contribución cuantitativa del crédito a la financiación de la economía. Por otra, la mayor presión que está ejerciendo la competencia de los intermediarios financieros extranjeros y los mercados de capital modifica el comportamiento de los bancos en materia de fijación de las condiciones deudoras.

El coste del crédito tiende a hacerse más variable, sobre todo en función de los movimientos de los tipos del mercado monetario, que sirven cada vez con mayor frecuencia de referencia en detrimento del tipo básico bancario.

En resumen, los bancos deberían, en general, repercutir más fielmente que antaño las variaciones de los tipos cortos a los prestatarios, quienes asumirán de esta manera una mayor parte del riesgo inherente a los tipos de interés.

La importancia mayor de los mercados de capitales en la financiación de la economía ha convertido los comportamientos de oferta y demanda de títulos en uno de los principales vectores de la actuación de las autoridades monetarias.

La falta de fronteras y de normas en los mercados de capitales autoriza en la actualidad la formación de una verdadera curva de los rendimientos (*yield curve*) que refleja las anticipaciones de los agentes. Esta curva de los rendimientos informa de este modo a las autoridades monetarias acerca de las evoluciones espontáneas esperadas y acerca de lo que esperan los agentes en materia de política monetaria. Esto viene a reforzar, desde el punto de vista de la eficacia de la política monetaria, la importancia de los

efectos de anuncio y de la credibilidad de las actuaciones de la entidad emisora.

El abandono del control cuantitativo del crédito, la mayor sensibilidad del sistema bancario frente a las impulsaciones del banco central y la función más importante de los mercados de capitales hacen que la eficacia de la política monetaria dependa del comportamiento de los agentes económicos, ahorradores y prestatarios finales.

La mayor intervención de los mecanismos de mercado debería aumentar la sensibilidad *ex ante* de los agentes económicos frente a variaciones de los tipos de interés que se difundirán más ampliamente a la totalidad de la economía. La incidencia de las variaciones de los tipos sobre las ganancias de los agentes («efecto ganancia») será mayor, debido a la extensión de la intervención de los mecanismos de mercado y al desarrollo de los préstamos al consumo. El impacto sobre el valor en Bolsa de los activos financieros («efecto riqueza») será también mayor, debido a la mayor importancia de los títulos en la cartera de los agentes. Las reacciones anticipadas a la evolución de las variables monetarias («efectos de anuncio») se irán ampliando como consecuencia del papel privilegiado que desempeñan los tipos de interés en la dirección de la política monetaria. La extensión del endeudamiento y de las inversiones en divisas extranjeras, permitida por el aligeramiento del control de cambios, debería hacer que el valor de los patrimonios se tornara más sensible a las variaciones del tipo de cambio.

A la inversa, los agentes deberían reaccionar procurando protegerse contra el riesgo inherente a los tipos, y sobre todo mejorando la estructura de su balance (autofinanciación y recurso a los fondos propios exteriores). En función del estado de las anticipaciones, también podrían desarrollarse o, por el contrario, restringirse los préstamos y las inversiones de tipo variable, así como, en lo tocante a las grandes empresas, la cobertura de los nuevos mercados (MATIF, opciones, etcétera). Estas nuevas posibilidades de protección deberían surtir el efecto de alargar, por término medio, los plazos de repercusión de la política monetaria, mientras que éstos podrían llegar a ser más inestables a causa de la intensidad variable de su utilización.

2. Nuevas modalidades de aplicación de la política monetaria

El paso de una economía de endeudamiento a una economía de contratación financiera no

ha determinado ninguna modificación de las orientaciones de la política monetaria. Pero sí ha conducido, en cambio, a sustituir determinados instrumentos de control indirectos en el contexto del crédito.

2.1 *Mantenimiento de objetivos de cantidad de dinero*

El banco central se vio obligado a aplicar una reforma de los agregados monetarios el día 1 de enero de 1986, y las autoridades no se ven confrontadas con una situación de incertidumbre tal que les conduzca a modificar la naturaleza de los objetivos intermedios de la política monetaria, como ha ocurrido en Canadá y hasta cierto punto en Estados Unidos y Reino Unido.

Ahora bien, en un sistema financiero donde el mercado de capitales tiende a unificarse, las sustituciones entre productos van a ser probablemente tan numerosas como frecuentes. Así, por ejemplo, un cambio brusco de las anticipaciones de los tipos de interés es susceptible de provocar movimientos de sustitución entre títulos cortos (incluidos en un agregado monetario) y títulos largos (no incluidos en dicho agregado).

Estos movimientos no significan necesariamente que los agentes no financieros hayan modificado su comportamiento en lo tocante a su demanda de bienes y servicios. La interpretación de la variación de un agregado determinado es, desde luego, más difícil y una aminora- ción (o una aceleración) del ritmo de su evolución puede tener significaciones diferentes según las circunstancias.

Para tener en cuenta estas incertidumbres, las autoridades monetarias vigilan de cerca diversos agregados. (En 1987 se han atribuido objetivos a M2 [+ 4 a + 6 por 100] y M3 [+ 3 a + 5 por 100]).

2.2 *Importancia cada vez mayor de los tipos de interés como instrumento de la política monetaria*

El declive de los procedimientos de control cuantitativo directo del crédito es la consecuencia lógica de las evoluciones financieras. El desarrollo de las fuentes alternativas de financiación para las empresas (bonos de tesorería, mercado de acciones y obligaciones, incluso empréstitos exteriores) y el Tesoro (bonos del Tesoro negociables) hace ilusoria la posibilidad de un control preciso de los créditos bancarios o la creación monetaria del Tesoro.

Así pues, los tipos de interés están llamados

a desempeñar una función cada vez más importante.

Una de las dificultades que las autoridades tendrán que superar resulta del hecho de que, al pertenecer Francia al Sistema Monetario Europeo, podrían surgir conflictos de objetivos entre tipos de cambio y agregados monetarios.

Desde un punto de vista teórico, se imponen dos ideas:

— No pueden fijarse al mismo tiempo un objetivo de tipo de cambio y un objetivo de progresión de la masa monetaria.

— No pueden cumplirse dos objetivos diferentes con un solo instrumento (en este caso, los tipos de interés).

En la práctica, Francia, país que pertenece al Sistema Monetario Europeo, se esfuerza activamente, sin embargo, para cumplir a la vez un objetivo de tipo de cambio y un objetivo de masa monetaria. Cuando surge algún conflicto entre estos dos objetivos, es obvio que se impone la necesidad de definir una prioridad, por lo menos a corto plazo (en 1979 se toleró una creación monetaria excesiva para evitar una apreciación del franco; en 1981-1982 se aceptó una destrucción de moneda para luchar contra la baja del franco).

A medio plazo no existe ninguna contradicción duradera entre los objetivos interior y exterior siempre que se hayan calculado correctamente los objetivos interiores y si no se han tergiversado las anticipaciones. El respeto del objetivo de cambio traduce, a un tiempo, la voluntad de mejorar la integración europea y el deseo de conseguir la convergencia de las políticas económicas con objeto, principalmente, de aumentar la credibilidad y realizar mejores prestaciones en materia de lucha contra la inflación. Así, pues, es preciso que el objetivo de crecimiento monetario se corresponda con una tasa de inflación compatible con la estabilidad del tipo de cambio.

En cualquier caso, no podrán evitarse situaciones de conflicto a corto plazo aun cuando la mejora de las comunicaciones entre los mercados interiores y exteriores actúa, en principio, en el sentido de una homogeneización de las anticipaciones de inflación en el interior y el exterior. En determinadas circunstancias, en efecto, la situación interna y la evolución de la orientación del mercado de cambios podrían exigir por separado intervenciones sobre los tipos de interés de sentido contrario (por ejemplo, depre-

ciación del tipo de cambio y retroceso de la actividad a escala interior no acompañado de inflación). Las intervenciones en el mercado de cambios y el ajuste de las reservas obligatorias deberían permitir, en la mayoría de los casos, hacer frente a estas situaciones conflictivas.

CONCLUSION

Los cambios de comportamiento, tanto de los prestatarios como de los prestamistas, parecen irreversibles. Los progresos tecnológicos que han hecho posibles la innovación financiera, la interdependencia entre agentes y la internacionalización de los mercados de capitales deberían seguir acentuándose todavía más.

Esta evolución está programada para los países de la Comunidad Europea al término del año 1992. Ahora bien, es obvio que la libertad de los movimientos de capital y de las operaciones dentro de la Comunidad se traducirá *de facto*, cuando no *de iure*, en una mundialización del proceso, aunque sólo fuera a resultas de la presencia en Europa de los bancos americanos y japoneses, que cuentan, sobre todo en Londres, con cabezas de puente muy importantes.

En cualquier caso, conviene tener muy presente dos elementos.

En primer lugar, y cualquiera que sea la evolución del sistema financiero francés, los bancos continuarán desempeñando una función importante. Si bien las grandes empresas se han convertido más en sus socios que en sus clientes, lo cierto es que las pequeñas y medianas empresas, como también los hogares, seguirán siendo tributarios de los bancos en lo tocante a su financiación. Por último, los bancos mantendrán siempre una especificidad con respecto a los agentes no financieros. Los bancos siguen siendo las entidades que crean el dinero, y si bien han perdido el monopolio de las funciones que desarrollaban (financiación de la economía y transformación de los activos, gestión de los medios de pago, transferencias y mutualización de los riesgos, corredores), continúan siendo las únicas entidades que las integran todas.

En segundo lugar, es necesario recordar la existencia de ciclos, por lo que el desarrollo de los mercados de capitales en Francia no es sino el retorno a una situación que imperó durante toda la segunda mitad del siglo XIX.

BIBLIOGRAFIA

BOISSIEU, C. DE: *Economía de endeudamiento, economía de mercados financieros y tipos de interés*. Comunicación al coloquio «Keynes en la actualidad: teorías y políticas». Universidad de París I, septiembre 1983.

BRUNEEL, D.: «Objetivos y actuaciones de los poderes públicos en el nivel y la estructura de los tipos de interés», en *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, núms. 24 y 25, diciembre 1985.

— «Development in the French capital markets in recent years», comunicación al coloquio de la SUERF: «Shifting frontiers in capital markets» (Cambridge, 27-30 marzo 1985), recopilado por D. E. FAIR, en *Financial and Monetary Policy studies 12*, y editado por Martinus Nijhoff Editores, en 1986.

— *Recent evolution of financial structures and monetary policy in France*. Comunicación presentada en la Conferencia sobre el tema «Domestic and International Aspects of Macroeconomic Policy», celebrada en la Universidad de Illinois, en Urbana-Champaign, 12-14 de septiembre de 1986.

BRUNEEL, D.; PATAT, J. P.: «Diez años de control monetario en Francia (Impacto del contexto de crédito)», en *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, números 17 y 18, diciembre 1983.

BRUNEEL, D.; FACQ, J. M.: «Financial innovation and monetary policy in France», BIS (marzo 1984).

METAIS, J.; SZYMCAK, P.: «Mutaciones del sistema financiero francés (Innovaciones y supresión de normativas)» (Notas y Estudios de los Documentales), en *La Documentation Française*, núm. 4.820, 1986.

PATAT, J. P.: *Financiación de la economía y política monetaria en Francia: de la regulación a los mecanismos de mercado*. Comunicación al coloquio «Dinero y Financiación», organizado por el Instituto de Ciencias Económicas de Orán y el Centro de Investigaciones en Economía Aplicada al Desarrollo. Junio 1987.

* * *

Informe del Consejo Nacional de Crédito.

Informes de los Grupos de Trabajo de la Comisaría General del Plan sobre:

- Las perspectivas a medio plazo de la financiación de la economía francesa.
- La política monetaria.

HACIA UN SISTEMA FINANCIERO EUROPEO

Paolo CLAROTTI

Con la adopción el día 25 de marzo de 1957 del Tratado de Roma, que entró en vigor el día 1 de enero de 1958, los seis Estados fundadores encomendaron a la Comunidad la misión de «promover el desarrollo armonioso de las actividades económicas en el seno de la Comunidad, una expansión continua y equilibrada, una mayor estabilidad, un aumento acelerado del nivel de vida y unas relaciones más estrechas entre los Estados que la componen». Los medios que había que desarrollar con este fin consistían en «el establecimiento de un mercado común y el acercamiento progresivo de las políticas económicas de los Estados» (artículo 2).

Así pues, uno de los objetivos incita a crear un mercado común que implica la liberalización de los intercambios, y ello dentro de una economía de mercado regida por normas y políticas comunes.

Con vistas al cumplimiento de dicho objetivo, el Tratado de Roma previó el desarrollo de lo que generalmente se denominan *las cuatro libertades*:

- La libre circulación de mercancías, lo cual implica la supresión de todas las restricciones cuantitativas y las medidas de efecto equivalente.

- La libre circulación de trabajadores, lo cual implica la abolición de cualquier discriminación con respecto al empleo y las condiciones de trabajo basada en la nacionalidad.

- La libertad de asentamiento y la libre prestación de servicios allende las fronteras para todas aquellas empresas y personas que ejercieran una actividad independiente.

- La liberalización de los movimientos de capital en la medida en que fueran necesarios para el funcionamiento del mercado común.

El señor Delors, presidente de la Comisión de las Comunidades Europeas, órgano ejecutivo de la Comunidad, ha afirmado que el mercado co-

mún imaginado por los «padres fundadores» de la Europa comunitaria es «un verdadero espacio económico, consciente, solidario y, por ende, susceptible de catalizar la necesaria sinergia entre nuestras fuerzas con objeto de hacer converger todavía mejor nuestras políticas económicas y monetarias».

En otras palabras: la puesta en práctica de las cuatro libertades anteriormente mencionadas ha de conducir a la creación de un gran mercado análogo a los que ya existen en la actualidad, en menor escala, dentro de cada uno de los Estados miembros y en el que no existiría ningún impedimento que se opusiera ni al intercambio de mercancías ni a las transacciones relacionadas con los servicios.

Como el tema del presente número se refiere a los sistemas financieros, vamos a ocuparnos del problema de la instauración del gran mercado en el aspecto relativo a los servicios financieros. ¿Cuál es la situación actual y cuándo se estima que se cumplirá el objetivo de un sistema o espacio financiero único en la Europa comunitaria?

Analizaré sucesivamente estos puntos.

I. LA SITUACION ACTUAL EN MATERIA DE LIBERALIZACION DE LAS ACTIVIDADES FINANCIERAS DENTRO DE LA COMUNIDAD

Pretendo ilustrar esta situación en lo tocante a las profesiones financieras en el sentido estricto del término, a saber: los bancos y demás instituciones financieras y los operadores en los mercados financieros organizados (bolsas, etc.). No voy a ocuparme, en cambio, de las compañías de seguros, que se consideran asimismo instituciones financieras, pero que plantean

unos problemas concretos que, por motivos de espacio, no podrán tratarse en el ámbito de este artículo.

1. Sector bancario y de otras instituciones financieras

El primer acto comunitario en este ámbito fue la directiva de 28 de junio de 1973, que reguló para el conjunto de las profesiones financieras el derecho de asentamiento y la libre prestación de servicios. Esta directiva sentó el principio de la no discriminación entre instituciones nacionales y comunitarias. En lo que se refiere a la libre prestación de servicios, quedó ésta limitada, sin embargo, sólo a los servicios relacionados con movimientos de capitales liberados en virtud de las dos directivas que adoptó el Consejo en 1960 y 1962 y que se referían principalmente al pago de las operaciones comerciales a corto plazo y a las transacciones de títulos cotizados en Bolsa. Habida cuenta del hecho de que algunos Estados se veían obligados a contemplar medidas de liberalización más amplias, el Consejo consideró necesario adjuntar a la directiva una relación de los servicios liberados. Esta decisión se basó en el artículo 62, apartado segundo, del Tratado, que estipula que la liberalización de los servicios en materia bancaria debe realizarse de manera armónica con la liberalización de los movimientos de capital.

Conviene precisar que esta directiva fue seguida por dos decisiones del Tribunal de Justicia europeo, respectivamente, con fecha de junio de 1974 (decisión *Reyners*), en materia de asentamiento, y de diciembre (decisión *Van Binsbergen*), en materia de prestación de servicios, según las cuales los artículos del Tratado referidos a estas materias (artículos 52 y 59) eran directamente aplicables en cuanto terminara el período transitorio previsto por el Tratado (1 de enero de 1970), sin que fuera necesario dictar una nueva directiva. Ahora bien, la directiva de 1973 se propuso en el mes de julio de 1965, por lo que su adopción exigió ocho años de discusiones!

La aplicación del principio de no discriminación constituía indiscutiblemente un progreso con respecto a la situación anterior, pero no suponía en la práctica ninguna ventaja importante con vistas a una interpenetración de los mercados. En efecto, al ser muy divergentes las legislaciones de los Estados miembros, cuando un banco pretendía trabajar en otro país tenía que sujetarse a unas normas muy diferentes de las que regían en el suyo propio, lo cual constituía un obstáculo importante para la expansión geográfica de sus actividades. Por añadidura, en al-

gunos países de la Comunidad (Dinamarca, Francia, Irlanda, Italia) existía una cláusula según la cual las autoridades competentes podían denegar la admisión de nuevos bancos e incluso de nuevas sucursales, nacionales o extranjeros, por mor de la inexistencia de «una necesidad económica del mercado». Pero como este criterio dependía discrecionalmente de las autoridades de control nacionales, lo cierto es que podía imposibilitarse en la práctica cualquier actividad de los bancos comunitarios. Por todo ello, la Comisión propuso en el mes de diciembre de 1974 una primera directiva de coordinación, que se adoptó el día 12 de diciembre de 1977.

Esta directiva definió algunas condiciones mínimas para que pudieran tener acceso a la actividad las instituciones de crédito (fondos propios mínimos, directivos honorables y competentes —como mínimo dos—, un programa de actividades, etc.) y sobre todo suprimió la cláusula relativa a la necesidad económica del mercado (sin embargo, con una medida transitoria que permitía seguir aplicándola hasta finales de 1989); por otra parte, instauró un sistema de coeficientes de observación de la solvencia y la liquidez que será regulado por la Comisión y por un comité consultivo, del que formarán parte representantes a alto nivel de las autoridades de control bancario. La primera directiva de coordinación dio, finalmente, carácter obligatorio a la colaboración entre autoridades de control en el caso de que un banco tuviera sucursales en otros países, además del de la sede social; era éste un primer paso hacia el *home country control*, del que volveremos a ocuparnos más adelante.

A raíz de algunas crisis bancarias que tuvieron repercusiones a escala internacional (caso del Banco Ambrosiano), la directiva de 23 de junio de 1983 sentó el principio del control bancario sobre una base consolidada. Dicho de otro modo: las autoridades de control nacionales tienen la obligación de vigilar asimismo las filiales extranjeras de los bancos que tuvieran sede en su territorio. Mientras que la primera directiva no se dirigía a las instituciones financieras (sino tan sólo a las instituciones de crédito, es decir, aquellas cuya actividad consiste en recibir depósitos del público y conceder créditos), la directiva sobre el control consolidado sí es también de aplicación a las primeras cuando éstas forman parte de un grupo dirigido por una entidad de crédito (es decir, un banco en el sentido ordinario).

Simultáneamente se habían iniciado los trabajos encaminados a armonizar las reglas de pre-

sentación de los balances anuales y los balances consolidados de los bancos y las entidades financieras. Estos trabajos dieron lugar a una directiva, adoptada el día 8 de diciembre de 1986, que no sólo armonizaba las pautas del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, sino que coordinaba asimismo las normas de evaluación. Esta directiva ha venido a llenar un vacío, puesto que ha completado la cuarta y la séptima directivas sobre el derecho de las sociedades (sobre las cuentas anuales y las cuentas consolidadas, respectivamente), que no era de aplicación obligatoria en el caso de los bancos.

También en 1986, y concretamente el día 22 de diciembre, la Comisión publicó dos recomendaciones en el ámbito bancario. La recomendación, al contrario que la directiva, no es un instrumento de carácter vinculante, pero la Comisión consideró conveniente utilizarlas en los dos ámbitos en cuestión; por una parte, porque existió consenso dentro del Comité Consultivo, y por otra, por tratarse de una materia en plena evolución que la publicación de directivas prematuras exponía a inmovilizar en una situación inadecuada a largo plazo. Se trata de las limitaciones a los grandes riesgos de crédito y la instauración de un sistema de garantía de los depósitos.

Las limitaciones de los grandes riesgos de crédito (es decir, los riesgos que pueden suponer cuantías superiores al 15 por 100 de los fondos propios) se han fijado individualmente en un 40 por 100 de los fondos propios, y globalmente, en el 80 por 100 de dichos fondos.

En lo que se refiere a la garantía de los depósitos, que estaba asegurada en el momento en que se publicó la recomendación en seis de los Estados miembros (Bélgica, Gran Bretaña, Francia, España, Países Bajos y Alemania), ésta se limitaba a invitar a los otros seis Estados miembros a instaurar un sistema de garantía de dichas características. En el entretanto, Italia constituyó un fondo de garantía interbancaria y se están realizando ahora trabajos en los otros cinco países para dar cumplimiento a este objetivo. Y sólo cuando se haya instaurado un sistema en todos los países la Comisión tomará la iniciativa de dictar una directiva destinada a armonizar los sistemas existentes. Igualmente, a la vista de la experiencia que pudiera proporcionar la aplicación de la recomendación acerca de los grandes riesgos, otra directiva se encargará de instaurar un régimen definitivo de vigilancia en esta materia.

Nos hemos ocupado hasta ahora de las iniciativas que han dado lugar a instrumentos comu-

nitarios, pero la Comisión también ha tomado hasta la fecha otras iniciativas que no han conducido a ningún resultado y que se analizarán rápidamente en la segunda parte. Sin embargo, procede recordar antes el contexto en el que se situaban. En 1983 la Comisión publicó un documento-programa acerca de la necesidad de realizar la integración financiera dentro de la Comunidad; ahora bien, este documento no preveía ninguna iniciativa verdaderamente nueva para conseguirlo, sino tan sólo los instrumentos tradicionales que apenas permitían avanzar muy lentamente hacia el objetivo perseguido.

La modificación de la composición de la Comisión, que se produjo a principios de 1985, y sobre todo el nombramiento de un nuevo presidente, el señor Delors, contribuyeron a que la Comisión cambiara de actitud y se volviera mucho más ambiciosa, no sólo en el ámbito financiero, sino también en todos aquellos sectores relacionados con el mercado interior. Se elaboró un nuevo documento-programa, presentándolo al Consejo de Europa, esto es, a la cumbre de Milán, que se celebró en el mes de junio de 1985. Se trata del célebre *Libro Blanco*, que trata de la consecución del mercado interior y que se fijó un objetivo preciso: la realización completa del mercado interior para finales de 1992, y un nuevo planteamiento, el del reconocimiento mutuo de las normativas nacionales que deberá completar el antiguo, basado exclusivamente en la armonización de dichas normativas. Es interesante destacar, en este sentido, que la Cumbre de Milán aprobó este programa (excepto en su parte fiscal, que no nos interesa en este contexto) y sobre todo que el Acta Unica Europea, suscrita en el mes de febrero de 1986 por la totalidad de los Gobiernos de los Estados miembros, y que entró en vigor el día 1 de julio de 1987, ha recogido la fecha límite del 31 de diciembre de 1992 para la consecución del mercado interior.

En materia de liberalización de los movimientos de capitales, el nuevo documento resultó ser mucho más incisivo que el anterior y preveía una liberalización total en plazos relativamente breves. También hay que decir que el entorno económico había mejorado y que gracias a la baja simultánea del precio del petróleo y el dólar las balanzas de pagos estructuralmente deficitarias de algunos países de la Comunidad se habían tornado positivas, con lo que favorecían las medidas de liberalización anunciadas.

El nuevo planteamiento del reconocimiento mutuo se había visto alentado además por algunos fallos del Tribunal de Justicia Europeo y

concretamente por el fallo denominado de la «grosella negra de Dijon», que fue el primero en proclamar el principio según el cual un producto válidamente fabricado y comercializado en un país de la Comunidad podía exportarse sin impedimentos a otro país de ésta, incluso en el caso de que la normativa referente a dicho producto fuera diferente en este último país de la vigente en el primero. En cualquier caso, el Tribunal planteó este principio basándolo en cuatro «garantías»: la salvaguarda de la salud pública, la lealtad en lo tocante a las condiciones de competencia, el cumplimiento de las legislaciones tributarias y la protección del interés general. Ahora bien, lo verdaderamente importante en el fallo que nos ocupa fue la enunciación del principio del reconocimiento mutuo de las normativas.

En su *Libro Blanco*, la Comisión adoptó este principio, y en el ámbito financiero sobre todo precisó que ya no era necesario armonizar las distintas legislaciones de control para liberalizar completamente los servicios financieros: bastaría en lo sucesivo con proceder a la armonización de los aspectos fundamentales de dichas normativas. La relación íntegra de todas las armonizaciones figuraba en un anexo. Toda aquella parte no armonizada de las normativas debería ser objeto de un reconocimiento mutuo que se completaría con su corolario: el principio del *home country control*, ya mencionado anteriormente. Este principio significa que, en el ámbito del mercado común, la vigilancia de la actividad de un banco desde el momento de la introducción en el mercado, es decir, desde el beneplácito hasta las medidas que fuera obligado adoptar en caso de crisis, incluida eventualmente la decisión de declaración de liquidación forzosa, debe corresponder a la autoridad competente del país en el que estuviera domiciliada la sede del banco en cuestión.

En la relación de las iniciativas que deberían desarrollarse con vistas a la realización del mercado financiero integrado existen tres que ya se han materializado: se trata de la directiva acerca de las cuentas anuales y las cuentas consolidadas de los bancos y de las dos recomendaciones acerca de los grandes riesgos y la garantía de los depósitos, que ya se han analizado. Entre las que todavía quedan por realizar, algunas ya han sido objeto de propuestas por parte de la Comisión y otras se encuentran en vías de serlo; se analizarán unas y otras, sucesivamente, como se indica en la segunda parte. Ahora bien, veamos ahora rápidamente qué es lo que ocurre en el otro sector.

2. Sector de las bolsas y los demás mercados financieros

Es preciso recordar ante todo que la directiva de junio de 1973 se aplicaba igualmente a las actividades de los intermediarios en el sector de las bolsas y el comercio de los valores mobiliarios en general. Los agentes de Cambio y Bolsa representaban una excepción, al menos en parte, por lo que se habían iniciado trabajos con vistas a una directiva *ad hoc*. Las sentencias Reyners y Van Binsbergen, anteriormente mencionados, hicieron innecesaria esta directiva. Esto no significa que no existan dificultades en este ámbito: las hay, y muchas, pero están desapareciendo progresivamente. Una de las dificultades mayores residía en el hecho de que en algunos países (Francia, Italia, etc.) el agente de Cambio y Bolsa se considera un oficial ministerial, por lo que participa del poder público, lo cual justifica en teoría (art. 55/1 del Tratado) su exclusión de las medidas de liberalización. Ahora bien, como consecuencia del *big bang* de Londres, se tiende actualmente a considerar a este tipo de intermediario como una verdadera empresa y lo más probable es que pierda pronto su carácter de oficial ministerial o, en cualquier caso, que tal carácter se convierta en un aspecto completamente secundario de su actividad.

A continuación, la Comisión ha iniciado en el sector de los intermediarios en valores mobiliarios una serie de trabajos de coordinación encaminados a dar cumplimiento a los tres objetivos siguientes:

- Asegurar una protección eficaz de los inversores.
- Favorecer el buen funcionamiento de los mercados de valores mobiliarios.
- Promover una mayor interpenetración de los mercados nacionales de valores mobiliarios.

La realización de estos tres objetivos debería contribuir a la creación de un verdadero mercado común de capitales, con lo cual los trabajos iniciados en el sector del comercio de valores mobiliarios también entran en el contexto de la instauración, en 1992, de un mercado interior en el seno de la Comunidad. Ahora bien, la Comisión ya había iniciado sus actuaciones mucho antes del *Libro Blanco* de 1985.

Con objeto de cumplir estos tres objetivos, la Comisión publicó en el mes de julio de 1976 una recomendación que contenía un código de conducta en materia de transacciones de valores mobiliarios. Como este código resultó ser insuficiente, la Comisión acabó proponiendo

una serie de directivas, la mayoría de las cuales ya han sido adoptadas por el Consejo. Se trata fundamentalmente de tres directivas: la referente a las condiciones de admisión en Bolsa (del mes de febrero de 1979), la referente al programa de admisión en Bolsa (del mes de marzo de 1980) y la referente al informe semestral que tienen que publicar las sociedades que cotizan en Bolsa (del mes de febrero de 1982).

Estas tres directivas de coordinación constituyen una base indispensable para avanzar en la realización del tercer objetivo anteriormente mencionado, a saber: la interpenetración de los mercados de valores mobiliarios de los Estados miembros. En efecto, estas tres directivas, a través de la coordinación de las condiciones de acceso a los mercados de valores mobiliarios, pueden facilitar a los emisores de la Comunidad el acceso a los mercados de valores mobiliarios de todos los Estados miembros. Este acceso se ha visto facilitado todavía más como consecuencia de la reciente liberalización de la admisión en Bolsa de valores mobiliarios, implantada por la cuarta directiva acerca de los movimientos de capitales del día 17 de noviembre de 1986, que liberalizó todas las transacciones de valores mobiliarios, cotizados y no cotizados.

Las tres directivas que se acaban de citar constituyen tan sólo el primer paso hacia la realización de un mercado interior debido al hecho de que cada Estado miembro conserva la competencia en lo tocante a todas las formalidades y controles que exige la admisión en su mercado de un valor mobiliario. La consecuencia de todo ello es que si un emisor desea que se admitan simultáneamente sus valores mobiliarios en las bolsas de varios Estados miembros deberá cumplir las normas específicas de cada uno de dichos Estados miembros, incluso en el caso de que dichas normas ya estuvieran, hasta cierto punto, coordinadas desde el punto de vista comunitario.

Recientemente se ha dado un paso suplementario para promover la interpenetración de los mercados de valores mobiliarios. En efecto, el Consejo, con fecha de 22 de junio de 1987, acaba de adoptar una directiva referente al reconocimiento mutuo de los programas de admisión en Bolsa. Esta directiva tendrá como consecuencia lo siguiente: cuando un emisor solicite simultáneamente la admisión de sus valores mobiliarios en varias bolsas situadas en diferentes Estados miembros, sólo deberá confeccionar un programa que aprobarán las autoridades competentes de un solo Estado miembro y que reconocerán los otros Estados miembros en los que

también se haya solicitado la admisión sin necesidad de tener que someterse a ningún nuevo control. Conviene precisar, en cualquier caso, que esta directiva no instaura el principio de la admisión automática en Bolsa.

Por añadidura, el día 20 de diciembre de 1985 el Consejo adoptó una directiva referente a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Basándose en una normativa común relativa al funcionamiento y la política de inversiones de dichos organismos, la directiva vino a instituir el principio de control en el país de origen (*home country control*). Se deduce de ello que un OICVM oficialmente reconocido en un Estado miembro podrá comercializar sus participaciones en los demás Estados miembros sin necesidad de un nuevo beneplácito. Del mismo modo, el control del funcionamiento de dicho OICVM correrá a cargo exclusivamente de las autoridades competentes del país en el que tenga su sede. Esta directiva se completó con otra, adoptada al mismo tiempo por el Consejo de Ministros y relativa a la libre circulación dentro de la Comunidad de las participaciones de los OICVM (tercera directiva acerca de los movimientos de capitales).

II. LAS INICIATIVAS EN CURSO

1. Sector de los bancos y otras entidades financieras

Como se indicó anteriormente, procede distinguir entre las iniciativas que ya han sido objeto de propuestas por parte de la Comisión y las iniciativas que todavía se encuentran en vías de desarrollo en el seno de ésta.

A) Las propuestas de la Comisión

Son cuatro hasta la fecha:

— La propuesta de directiva en materia de crédito hipotecario. Se ha iniciado ya en el Consejo la discusión de este texto que tiene por objeto materializar el derecho de establecimiento y la libre prestación de servicios en este ámbito particular, en el que no había sido posible hasta el momento prácticamente ninguna interpenetración de mercados no sólo a causa de la divergencia entre las legislaciones que regulan esta actividad, sino también y sobre todo por mor de su incompatibilidad. En efecto, las entidades especializadas en el crédito hipotecario habían permanecido hasta el momento dentro de sus fronteras, puesto que para realizar opera-

ciones en el extranjero habrían tenido que o modificar radicalmente sus técnicas financieras, lo que les hubiera planteado problemas de gestión, o infringir sus normativas de control, lo cual les estaba prohibido. La propuesta de la Comisión, al plantear el principio del reconocimiento mutuo de las técnicas financieras, pretende eliminar estas dificultades; sin embargo, consciente del hecho de que esta solución podría plantear problemas en el aspecto de la competencia con las entidades locales, la Comisión ha previsto, en este último supuesto, la obligación para los estados miembros de permitir que sus entidades especializadas utilicen las mismas técnicas modificando cuando procediere la legislación vigente.

Esta propuesta ha recibido el dictamen favorable, y prácticamente unánime, del Parlamento Europeo, que ha querido ver en ella una primera aplicación concreta del principio del reconocimiento mutuo; tan sólo ha sugerido algunas enmiendas de estilo que la Comisión ha introducido en su propuesta modificada, que se está discutiendo actualmente en el seno del Consejo.

— La propuesta de directiva relativa a las medidas de saneamiento y liquidación de las entidades de crédito. Esta propuesta, que también ha sido aprobada con amplia mayoría por el Parlamento Europeo, acaba de ser objeto de una enmienda cuya discusión en el Consejo está a punto de empezar.

Esta propuesta se orienta también mucho más hacia el reconocimiento mutuo que hacia una verdadera armonización. Plantea el principio de que, en caso de crisis de una entidad de crédito, las medidas de saneamiento decididas por el país en que se halle la sede de aquélla deberán aplicarse a todas las actividades de dicha entidad dentro de la Comunidad; las autoridades de los países en los que dicha entidad tenga sucursales no podrán oponerse a ello o intentar aplicar otras medidas diferentes. Asimismo, en caso de fracaso de las medidas de saneamiento o cuando la situación de la entidad esté tan deteriorada que ya no tenga sentido aplicar semejantes medidas, será el estado del país en que esté su sede el que tendrá que decidir la declaración de liquidación de la entidad. Esta liquidación será *única*, puesto que único será el procedimiento que se aplicará: el vigente en el país en que tenga su sede, y *universal*, porque abarcará la totalidad de los activos existentes en la Comunidad.

— La propuesta de directiva relativa a las obligaciones de publicidad en materia contable de las sucursales de bancos extranjeros.

Esta propuesta de directiva, acerca de la cual no se ha pronunciado todavía el Parlamento Europeo, debe considerarse el necesario complemento de la directiva relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los bancos. En efecto, habida cuenta de que esta última directiva armonizó las formas de presentación de los balances de los bancos, ya no tiene ninguna razón de ser la obligación que imponían varios estados miembros a las sucursales de bancos extranjeros (en la medida en que se tratara de bancos comunitarios) de publicar cuentas anuales relativas a la actividad desarrollada en su territorio. La única obligación que se impone realmente es la de publicar el balance del banco en la lengua del país de acogida. Sin embargo, para tener en cuenta las necesidades de información de la clientela y de los bancos locales, los estados miembros podrán exigir a la sucursal que incluya en el anexo del balance consolidado de la sede central algunos datos básicos referidos a la actividad desarrollada en el país de que se trate. Además, con objeto de evitar en la medida de lo posible regímenes diferentes entre sucursales de bancos comunitarios y sucursales de bancos no comunitarios, existe una disposición que prevé que si los balances de estos últimos fueran como mínimo tan informativos como los de los bancos comunitarios, no se podrá exigir de estas sucursales que publiquen cuentas separadas. En cambio, estas cuentas separadas sí podrían exigirse en los casos en que el balance del banco en la sede central no facilitara como mínimo las mismas informaciones que las que figuran en las cuentas anuales y las cuentas consolidadas de los bancos comunitarios.

— La propuesta de directiva relativa a los fondos propios de las entidades de crédito.

Esta propuesta, que recibió el pasado mes de julio el dictamen favorable del Parlamento y que se está discutiendo actualmente en el seno del Consejo, es, con mucho, la más importante de este grupo de cuatro propuestas.

En efecto, pretende definir un concepto común de fondos propios siempre que éstos se utilicen como parámetro en la normativa bancaria. Ahora bien, de eso se trata precisamente, puesto que todas las normativas bancarias de los países de la Comunidad disponen que los bancos deben poseer un mínimo de fondos propios, que los fondos propios son el numerador del coeficiente de solvencia y que los fondos propios, por último, sirven de medida para el límite de los grandes riesgos sin perjuicio de otras utilidades (en algunos países se limitan,

asimismo, con respecto a los fondos propios los inmovilizados financieros de los bancos).

La Comisión ha declarado que la mayoría de las enmiendas del Parlamento son aceptables y concretamente aquella que autoriza a los Estados miembros a incluir dentro de los fondos propios, y hasta cierto punto, títulos de duración indefinida, como son los *perpetuals* en Gran Bretaña e Irlanda, los *titres participatifs* en Francia, los *Genussenscheine* en Alemania, etc. Los demás elementos que pueden considerarse fondos propios son el capital, las reservas declaradas, los fondos para riesgos bancarios generales y las reservas de revaluación, como también otros elementos que no figuran en el balance publicado, pero que conocen las autoridades de control (y que podrán recogerse íntegramente en los fondos propios), más los fondos subordinados y las obligaciones de los miembros de las cooperativas o las mutualidades, que sólo podrán recogerse parcialmente.

La armonización del concepto de fondos propios de las entidades de crédito constituye una de las bases fundamentales para fijar normas prudenciales estandarizadas, condición esta esencial para realizar un mercado común bancario.

B) *Los trabajos que se están realizando en la Comisión*

En lo que se refiere a las iniciativas que se están desarrollando en el seno de la Comisión, las más importantes son: por una parte, la segunda directiva de coordinación en materia de entidades de crédito que se menciona en el *Libro Blanco*, precisando que deberá materializarse por una propuesta antes de finales de 1987, y por otra la directiva que pretende instaurar un coeficiente de solvencia armonizado; finalmente, una directiva relativa a la armonización de las condiciones de emisión y control de las obligaciones hipotecarias.

a) La segunda directiva de coordinación

La segunda directiva de coordinación, mediante la instauración de un coeficiente comunitario de solvencia, tiene por objeto conseguir la armonización mínima necesaria y suficiente para el reconocimiento mutuo de los sistemas de control y que permita la aplicación del principio de control por el país de la sede y la concesión de un beneplácito único válido en toda la Comunidad, tanto en lo que se refiere al estable-

cimiento de sucursales como a la actividad, vía la libre prestación de servicios allende las fronteras. Para dar cumplimiento a estos objetivos es preciso que el texto que se está elaborando estipule de manera expresa y de primera intención que deberá suprimirse el fondo de dotación exigido para las sucursales de entidades comunitarias en casi todos los países de la Comunidad, aun cuando esta supresión podrá practicarse en una o dos etapas; que en materia de supervisión de la liquidez el Estado miembro de acogida continuará ejerciendo en primera instancia toda su responsabilidad, hasta que se establezca una ulterior coordinación, cuya realización no implica necesariamente la instauración del principio del reconocimiento recíproco, y que el control prudencial ejercido por la autoridad competente del país de la sede tendrá un carácter global y se referirá no sólo a la supervisión de las condiciones financieras, sino también a la de los procedimientos contables y administrativos de la entidad de crédito, de manera especial a su control interno.

Por otra parte, la necesidad de evitar que los bancos tengan la posibilidad de implicarse en actividades demasiado arriesgadas exige que se fijen límites en lo tocante a la participación en empresas no bancarias.

Por último, la segunda directiva de coordinación deberá fijar las modalidades de la libre prestación de servicios en materia bancaria, es decir, regular aquellas operaciones realizadas directamente por una entidad de crédito con clientes no residentes en el país donde ésta tuviera su domicilio social, y ello independientemente del hecho de que la entidad en cuestión tuviera o no tuviera una sede de explotación en el susodicho país.

En la actualidad, este tipo de operaciones se realiza entre aquellos países que han suprimido todas las restricciones a los movimientos de capital o incluso con países en los que aún subsisten restricciones de esta naturaleza, pero con autorizaciones puntuales. Ahora bien, no existe todavía ningún marco reglamentario desde el punto de vista comunitario para este tipo de operaciones, que dependen en lo esencial del grado de tolerancia de las autoridades competentes.

La segunda directiva tendrá por objeto definir las modalidades del ejercicio de la libre prestación de servicios por parte de los bancos con la finalidad de garantizar la salvaguarda del interés general en el país del destinatario de la prestación de acuerdo con la jurisprudencia del Tribunal de Justicia.

b) La directiva relativa al coeficiente de solvencia.

La Comisión ha anunciado al Parlamento Europeo la presentación, antes de que finalice el año, de un instrumento comunitario en materia de vigilancia de la solvencia. Se tratará de un coeficiente «fondos propios/activos con riesgo» que ya ha demostrado su eficacia como «coeficiente de observación» y que se incluirá en el ejercicio previsto por la primera directiva de coordinación; hasta la fecha han colaborado en su elaboración 270 bancos europeos, que representan, aproximadamente, las dos terceras partes de los activos de la totalidad de los sistemas bancarios de los países de la Comunidad.

El coeficiente de activos con riesgo tendrá por numerador los fondos propios, tal y como se desprendan de la directiva que está discutiendo actualmente el Consejo. Lo más probable es que en el cóctel que se implante en este marco figuren algunos elementos «puros», como el capital social y las reservas estatutarias, que se recogerán al ciento por ciento de su valor de balance, y otros elementos, como los fondos subordinados, que sólo se recogerán según un porcentaje determinado de su valor. El total de fondos propios calculado de esta manera (del que tendrán que deducirse ciertos elementos que podrían ser contados por partida doble, como las acciones propias que posea el banco) deberá representar un porcentaje mínimo —que queda asimismo por fijar— de los activos con riesgo, que constituirán el denominador del coeficiente que aquí nos ocupa. Los activos con riesgo son, por una parte, los que figuran en el balance, como los créditos, y por otra ciertos riesgos que no figuran en el balance, como las garantías. Habida cuenta de que todos estos activos, ya figuren o no en el balance, no representan el mismo grado de riesgo, cada una de las categorías de riesgo será objeto de una ponderación *ad hoc* antes de determinar la cifra que constituirá el denominador del coeficiente en cuestión.

El Comité Cooke, en Basilea, persigue los mismos objetivos que la Comisión. Partiendo de la experiencia proporcionada por los índices de observación, ha elaborado un ejercicio análogo y desarrollado un coeficiente de activos con riesgo que no difiere mucho del que resultará de los trabajos iniciados en el seno de la Comunidad. Por otra parte, se mantiene una estrecha colaboración en este sentido entre Bruselas y Basilea.

c) La armonización de las obligaciones hipotecarias

Al contrario de las dos acciones anteriores, que serán de aplicación general, ésta sólo va a afectar a algunas entidades especializadas en el crédito hipotecario y además sólo en algunos países de la Comunidad.

A pesar de ello tiene su importancia, porque viene a completar la propuesta de directiva encaminada a materializar la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios en el ámbito que nos ocupa. En efecto, en algunos países la parte más importante de la captación de fondos por las entidades especializadas se realiza mediante la emisión de obligaciones hipotecarias, y éstas, para resultar más atractivas para el público, gozan de determinadas ventajas, por ejemplo, una garantía hipotecaria, aunque quedan sujetas asimismo a algunas servidumbres (debe respetarse una determinada relación entre la cuantía de las obligaciones emitidas y la de los créditos concedidos). Con objeto de garantizar dentro de la Comunidad unas condiciones mínimas de igualdad de competencia en este ámbito, se imponía armonizar en la medida de lo posible estas ventajas y servidumbres. Sin embargo, el texto que se está preparando no pretenderá establecer condiciones rigurosamente idénticas en todos los países; por una parte, porque se trata de un objetivo prácticamente inalcanzable, y por otra, porque no es absolutamente necesario para materializar el principio del reconocimiento recíproco de las técnicas financieras. Bastará con que una entidad cumpla con los requisitos previstos por la directiva para que pueda emitir, en el país que ella elija, obligaciones hipotecarias con las que financiar sus créditos hipotecarios.

2. Sector de las bolsas y demás mercados financieros

A) Las propuestas de la Comisión

— La propuesta de directiva más antigua en este ámbito se remonta al año 1982, y se refiere a la armonización de las normas relativas a los programas de oferta pública de valores mobiliarios. Esta propuesta está siendo estudiada actualmente por el Consejo de Ministros, pero la Comisión estima que la norma del reconocimiento mutuo será tenida en cuenta, sin duda, por esta directiva, que quizá hubiera podido

adoptarse ya de no haberse planteado durante las discusiones el problema de su aplicación a las emisiones de eurobonos, que deben cumplir con determinados requisitos de adaptación rápida a las corrientes del mercado, lo cual dificulta considerablemente la publicación de un programa previo. Se está estudiando en la actualidad alguna solución apropiada. Pero es obvio que esta directiva, en cuanto se adopte, constituirá un instrumento adecuado de protección de los inversores en el gran mercado financiero sin fronteras que se está construyendo.

— Una propuesta de directiva del año 1986 tiene por objeto la regulación de las cesiones de grandes paquetes de acciones para garantizar un mínimo de transparencia. El Parlamento dio un dictamen favorable a principios de 1987.

— Por último, la Comisión acaba de presentar en el mes de junio de 1987 una propuesta encaminada a prohibir el *insider trading*. La prensa internacional se ha ocupado ampliamente en los últimos tiempos de ciertos escándalos que se han producido en los mercados financieros del otro lado del Atlántico, pero también en algunos de los Estados miembros. Los escándalos de esta naturaleza pueden perjudicar evidentemente al desarrollo de un mercado financiero europeo integrado, por lo que es importante adoptar medidas encaminadas a impedir que algunos iniciados puedan aprovecharse de su posición privilegiada para ganar dinero en detrimento de los inversores. Sólo un sistema basado en sanciones muy severas —como el preconizado por la propuesta de directiva— podrá conseguir que el gran mercado financiero sin fronteras goce de la indispensable transparencia y honestidad en todas las transacciones necesarias para su futuro desarrollo.

B) *Las otras iniciativas que está desarrollando la Comisión*

— La Comisión está preparando actualmente una propuesta de directiva en el ámbito de los servicios de inversión, como los asesores de inversiones, la gestión de carteras, etc. A través de la coordinación de las normas nacionales que regulan estos servicios, esta directiva debería facilitar a escala comunitaria las prestaciones de servicios allende las fronteras.

— La Comisión está estudiando asimismo la conveniencia de extender el reconocimiento mutuo a los informes semestrales que tienen que publicar las sociedades que se cotizan en Bolsa.

— Aparte de las iniciativas encaminadas a desarrollar instrumentos comunitarios, la Comisión también desempeña un papel activo de promoción en una serie de actuaciones que tienen por objeto conseguir la interconexión de los mercados financieros de la Comunidad. En este contexto merecen destacarse los esfuerzos en el sentido de constituir un sistema de *clearing* comunitario para las transacciones de valores mobiliarios, de desmaterializar los títulos y también en favor del refuerzo del sistema IDIS (*Interbourse Data Information System*) que las bolsas de la Comunidad instauraron para facilitar la transferencia de datos y órdenes de una Bolsa a otra allende las fronteras.

Pero este cuadro, bastante impresionante, de iniciativas encaminadas a posibilitar la creación de un sistema financiero europeo no está aún completo ni mucho menos. En efecto, se refiere exclusivamente a las medidas de aplicación directa a los bancos, las entidades de crédito y los profesionales de la Bolsa y a las transacciones de valores mobiliarios en general. Y existen obviamente otras iniciativas referidas a capas más amplias de operadores económicos, e incluso a la totalidad de la población, pero sería demasiado extensa su descripción en el presente artículo.

Me limitaré, pues, a citar, por una parte, el programa anunciado por la Comisión en el mes de mayo de 1986 en lo tocante a la liberalización total de los movimientos de capital, que se tradujo en la directiva anteriormente mencionada del mes de noviembre de 1986 (cuarta directiva acerca de los movimientos de capital) y que se completará en el mes de octubre con una propuesta de directiva encaminada a suprimir todas las restantes restricciones, y por otra, el documento-programa presentado por la Comisión en el mes de enero de 1987, referido a la realización de un sistema de tarjetas de pago compatible a escala comunitaria. Este programa prevé directivas de normalización, una directiva para la protección de los consumidores en los ATM (1) y los EFTPOS (2) y, finalmente, un código de conducta para las relaciones entre los emisores de tarjetas y los comerciantes en la gestión de estos últimos.

El resultado que se persigue es la posibilidad para el ciudadano europeo de utilizar su tarjeta de pago no sólo en el territorio nacional, sino asimismo en el territorio de los demás países de la Comunidad para realizar sus compras en las tiendas, pagar la gasolina, el teléfono público o el peaje de las autopistas, o bien retirar dinero en efectivo de un ATM.

Sería una prueba manifiesta y concreta de que el sistema financiero europeo no es ya una utopía, sino una verdadera realidad.

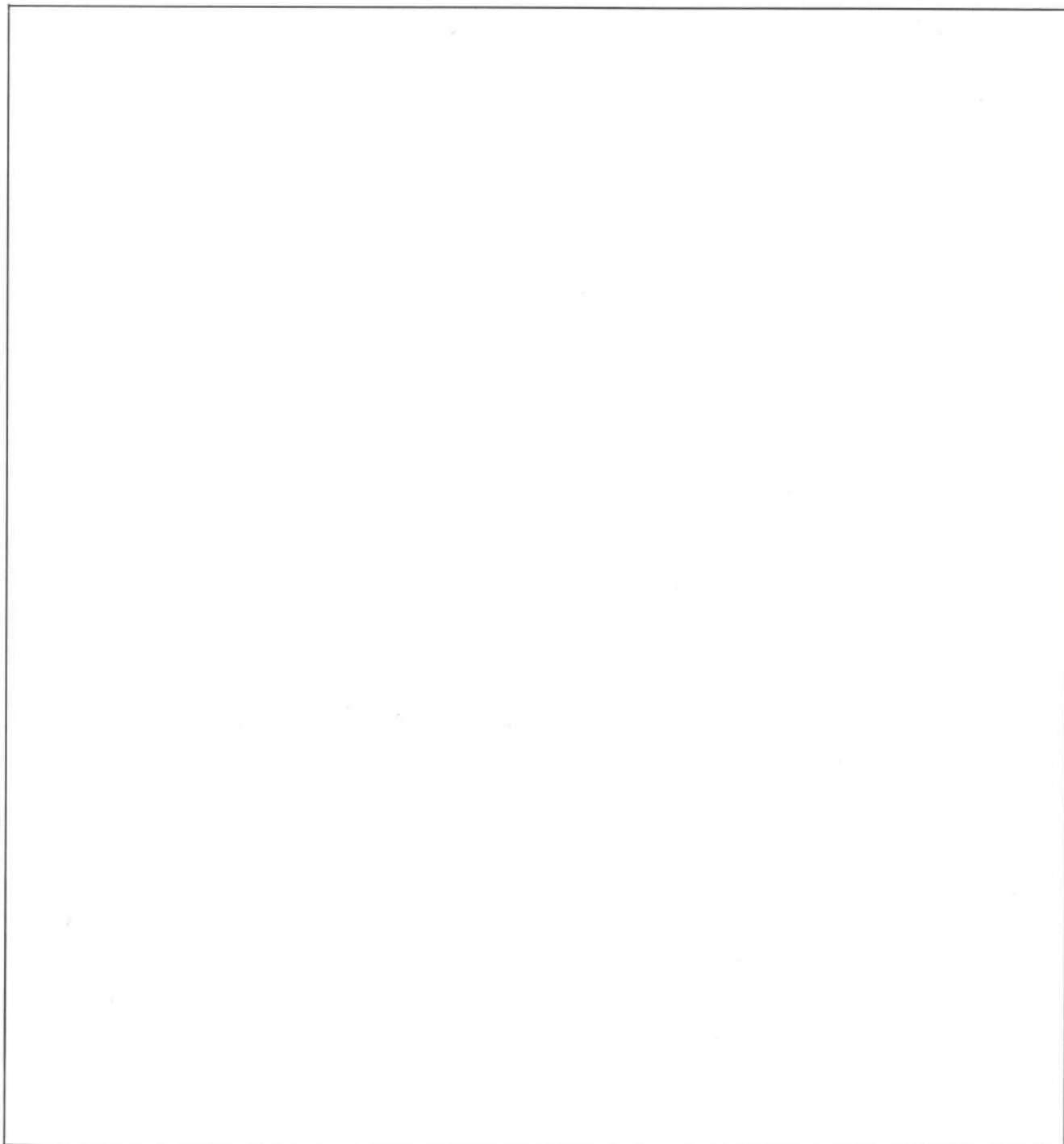
Existe una simetría evidente entre el programa de actuación de la Comisión que se acaba de ilustrar y las tendencias que han ido surgiendo en los diferentes mercados financieros europeos en el sentido de una desregulación de éstos: el objetivo que se persigue supone la instauración de un sistema financiero europeo que se

caracterizaría por una gran libertad desde el punto de vista operativo y un gran rigor en los aspectos del control de la solvencia y la protección de los inversores y los consumidores.

NOTAS

- (1) Distribución automática de billetes.
- (2) Terminales electrónicos de los puntos de venta.

II. INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA



LA INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA

Fernando GUTIERREZ JUNQUERA (*)

RESUMEN

Este trabajo pretende enmarcar el proceso de innovación financiera en España dentro de un esquema que permita la clasificación de las innovaciones introducidas en nuestro país en función de sus elementos coyunturales y permanentes, evaluar la medida en que este proceso se ha traducido en transformaciones significativas en la estructura general de los flujos financieros y proporcionar unas indicaciones sobre la dirección en que podría desarrollarse este proceso en el futuro, a la vista de los recientes cambios —y de otros previsibles— en la regulación del sistema financiero español y de la evolución observada en otros países.

Para ello, el artículo se estructura en cinco apartados. En la introducción se establece un esquema de validez general sobre la génesis y el desarrollo de la innovación financiera; en el apartado 2 se encuadra ese proceso dentro del esquema general y se establece una clasificación de las innovaciones financieras en España en función de los factores principales (permanentes o coyunturales) que han promovido su desarrollo. El epígrafe 3 pretende ofrecer una visión cuantitativa de la incidencia del proceso de innovación sobre las operaciones financieras de los agentes a partir de 1974. El trabajo se cierra con una somera formulación de las perspectivas del proceso en el futuro próximo y de las conclusiones más sobresalientes.

1. INTRODUCCION

Las innovaciones financieras surgen como resultado de los cambios en el entorno económico general y en las técnicas aplicables a la propia actividad financiera. En determinados períodos,

estos desarrollos entran en conflicto con el sistema financiero, tal y como está configurado, puesto que los agentes económicos comienzan a generar demandas que no son convenientemente satisfechas. La obsolescencia del sistema financiero exige una renovación de las instituciones existentes y de las prácticas para la canalización de flujos financieros, que, sin embargo, se ve coartada por una regulación concebida y aplicada en condiciones muy distintas. Los intentos de soslayar estas restricciones generan nuevos instrumentos y prácticas; en la medida en que la autoridad financiera reacciona ante este fenómeno, bien sea liberalizando algunas parcelas del sistema o reforzando su control, las innovaciones financieras se multiplican para hacer frente a los cambios en el entramado legal.

Las diferencias temporales y geográficas en cuanto a las manifestaciones concretas de la innovación financiera, y a la velocidad y extensión del proceso, dependen de la configuración legal y organizativa de cada sistema financiero y de las condiciones en las que se ve afectada por los nuevos acontecimientos.

El actual proceso de innovación financiera no es más que un ejemplo de este paradigma, cuya formulación y aplicación a fenómenos recientes han expuesto diversos autores (1).

El entorno general en el que la innovación financiera se ha desarrollado en los países industrializados desde los años setenta ha sido el de los cambios en las condiciones económicas y tecnológicas, a los que han sido incapaces de dar respuesta adecuada los sistemas financieros nacionales, tal y como estaban constituidos. Los principales de estos cambios pueden reducirse a cuatro:

1. La aceleración de la inflación en la mayor

parte de los países desarrollados a partir de los primeros años setenta.

2. La aparición de déficit públicos permanentes y de gran magnitud.

3. Las transformaciones en el entorno financiero internacional, entre las que deben destacarse: el paso del sistema de paridades fijas al de tipos de cambio flotante a partir de 1973; los sucesivos cambios en el patrón de la distribución internacional de los excedentes exteriores, ocasionados por la crisis del petróleo y la posterior caída de los precios de los crudos y otras materias primas, y, finalmente —y, en parte, derivado de lo anterior—, la crisis de la deuda de los países en vías de desarrollo.

4. La renovación tecnológica de la actividad financiera a partir de la aplicación intensiva de los avances registrados en la informática y en las telecomunicaciones.

La aceleración de la inflación provocó un alza de los niveles y un aumento de la volatilidad de los tipos de interés vigentes en los mercados financieros, con fuerza multiplicada a partir de la aparición de los déficit públicos. Estos fenómenos acrecentaron la preferencia de los ahorradores por la liquidez y obligaron a aplicar políticas monetarias muy restrictivas y, en ocasiones, a cambios en su instrumentación, incrementándose el volumen de las colocaciones de títulos destinados al drenaje de liquidez y las operaciones de mercado abierto. Asimismo, el déficit público produjo una multiplicación y una diversificación de las emisiones de títulos de deuda, que, a su vez, estimularon el desarrollo de instrumentos mediante los cuales las instituciones financieras y los agentes privados competían con el sector público por la captación de recursos. Las nuevas condiciones en los mercados internacionales favorecieron un aumento de la movilidad internacional de los capitales y de la actividad de los intermediarios financieros presentes en estos mercados, mucho menos regulados que los nacionales, y cuyas prácticas fueron asimiladas por éstos, más o menos rápidamente. Por último, el abaratamiento de las transferencias de fondos y de la disponibilidad de información redujo los costes de las operaciones financieras, actuando en favor de la implantación de innovaciones que presentaron alguna ventaja comparativa con respecto a los instrumentos disponibles.

Las modificaciones estructurales inducidas por estas fuerzas en los sistemas financieros de los países desarrollados pueden ser sintetizadas en las siguientes (2):

1. Uso de fuentes de financiación sensibles a los tipos de interés por parte de los bancos y de otros intermediarios financieros.

2. Uso de tipos variables y acortamiento de los períodos de amortización en operaciones de crédito o empréstitos.

3. Crecimiento de los mercados financieros directos y de los instrumentos financieros de mercado (emitidos por agentes públicos y privados y por intermediarios financieros).

4. Cambios en la banca al por menor. Entre ellos, destacan: la adopción de prácticas en uso en la banca al por mayor, tales como la oferta de instrumentos de depósito altamente líquidos a tipos de mercado; la utilización intensiva de la automatización, y, por último, la provisión y cobro de servicios, anteriormente exclusivos de grandes clientes (gestión de tesorería y de patrimonio, cuentas de crédito) o no específicamente bancarios.

5. Cambios en la estructura de oferta de los servicios financieros, con un debilitamiento de las líneas de demarcación entre los intermediarios y la entrada en el negocio de los servicios financieros de empresas no financieras.

La reacción más extendida entre las autoridades financieras de los países afectados por estos fenómenos fue la de procurar una adaptación más o menos gradual de los sistemas financieros a las nuevas condiciones, a través de lo que se ha conocido como *proceso de desregulación o liberalización*. Tal opción, así como sus causas, ha sido objeto de extensos debates. Sin embargo, *a posteriori* aparece como inevitable, a la vista del coste de las distorsiones que necesariamente había de producir el mantenimiento de regulaciones obsoletas, de los requerimientos de una política monetaria de índole más restrictiva y de la creciente dependencia internacional en el ámbito financiero.

Con todo, los avances en la flexibilización de los sistemas financieros fueron graduales e incompletos. Consideraciones referentes a la solvencia de las instituciones financieras, a la evolución de la balanza de pagos, a la necesidad de captar recursos para la financiación del sector público y a la equidad en la regulación de instrumentos financieros diversos obligaron a retardos e incluso a la imposición de obstáculos legales en este proceso.

Por ello, el proceso de innovación financiera no ha sido, en absoluto, lineal. En todos los países occidentales, y partiendo de un entorno dado y de una regulación específica, se han desa-

rollado muchos instrumentos financieros para satisfacer determinadas demandas de los ahorradores y los inversores últimos. Su éxito se ha fundado en su capacidad para canalizar corrientes financieras a un coste menor que el de los instrumentos anteriormente utilizados. Esta reducción en el coste de la intermediación financiera puede producirse en cualquiera de sus dos componentes fundamentales: el coste técnico (de instrumentación, de búsqueda de la información) o el coste legal (impuestos y coeficientes). Aquellos instrumentos cuya ventaja comparativa reside en la elusión de requerimientos legales suelen tener un corto ciclo de vida, en la medida en que la laguna legal que los posibilitó puede ser prontamente subsanada por la autoridad. Por el contrario, los que sacan partido de los avances técnicos y de la mejora en la disponibilidad de la información pueden prosperar por períodos más dilatados de tiempo, mientras se sigan dando los condicionantes económicos que los generaron.

2. UNA TIPOLOGIA DE LA INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA

Según el esquema expuesto anteriormente, la innovación financiera encontró en España condiciones propicias para su desarrollo: altas y variables tasas de inflación, a partir de los primeros años setenta; un déficit público de magnitud creciente desde finales de esa década; una economía progresivamente más relacionada con el exterior, que había prescindido de la paridad fija de su divisa en el mismo período en que lo hicieron los restantes países europeos, y, por último, un abaratamiento sensible del coste de las transacciones y de la disponibilidad de información, favorecido por el desarrollo tecnológico.

La incertidumbre acerca de la evolución de la inflación y de los tipos de interés generó una demanda de colocaciones del ahorro más líquidas y rentables. La presión de estas demandas, junto con el aumento de las necesidades financieras del sector público y la necesidad imperiosa de controlar el aumento de los precios provocó una respuesta de la autoridad financiera que puede resumirse en tres aspectos: por una parte se desarrollaron y perfeccionaron los mecanismos de control monetario; por otra, se generaron diversos instrumentos de captación del ahorro por parte del sector público, y, finalmente, se procedió a una cautelosa liberalización del sistema financiero.

Este proceso liberalizador experimentó diversos retardos y retrocesos en función de las presiones de los grupos sociales beneficiados por la regulación anterior, de las dificultades coyunturales de la balanza de pagos y, sobre todo, del déficit público, que incidió especialmente sobre el curso de la disminución de los coeficientes de inversión obligatoria (incidencia especialmente manifiesta en la elevación del coeficiente de caja y el establecimiento de un coeficiente de pagarés del Tesoro en 1984), lo que, para compensar a la banca del cuantioso volumen de fondos detraídos por esta vía, se tradujo, finalmente, en retrasos en la liberalización de los tipos de interés de los depósitos a la vista y de ahorro.

Por otra parte, estos acontecimientos coincidieron en el tiempo con una reforma fiscal que incrementó progresivamente la presión sobre las rentas del capital mobiliario, antes prácticamente libres de gravámenes directos. Este factor, sumado a los cambios casi continuos en la regulación financiera, multiplicó los incentivos y las oportunidades para la aparición de instrumentos que obtenían el mejor partido de las circunstancias de cada momento.

En la mayor parte de los instrumentos financieros creados a lo largo de este período existen elementos que se corresponden con las demandas creadas por el entorno económico general. La necesidad de protección frente a la erosión del ahorro acumulado y frente a la incertidumbre que la inflación genera con respecto a los tipos de interés nominales explica la creación, por todos los agentes económicos, de gran número de instrumentos líquidos y rentables. Por lo que se refiere a la liquidez, debe resaltarse que la mayor parte de las innovaciones se refiere a instrumentos a *corto plazo*. El mismo motivo llevó a la profusa utilización de los *pactos de recompra* (tácitos y a plazo indeterminado o expresos y a plazo fijo), que permiten ajustar las operaciones a los requerimientos del financiador. En el caso de los instrumentos a largo plazo, la incertidumbre llevó al surgimiento de las operaciones a *tipo variable*, práctica más utilizada en los créditos que en los títulos, debido a la menor liquidez de los primeros.

La competencia por ofrecer activos rentables, con el mínimo coste para el emisor, se desarrolló, como antes se ha expresado, en dos frentes: el primero es el de los costes técnicos de instrumentación del flujo financiero y el segundo, en ocasiones estrechamente conectado con el anterior, es el de las trabas impuestas por el ordenamiento financiero y fiscal.

Entre las características técnicas promovidas por la innovación se cuentan las que contribuyen a la simplificación de la instrumentación de los flujos financieros: la utilización del *descuento*, sobre todo en operaciones a corto plazo; la sustitución de las *letras* por los *pagarés*, y el desarrollo de modalidades más adaptadas a una gestión ágil y barata: *títulos al portador*, *fungibles* y *anotaciones en cuenta*. Por otro lado, la innovación financiera se ha centrado en procurar una reducción de los costes de intermediación; las administraciones públicas y las empresas privadas generaron instrumentos de deuda para una *colocación directa* entre los ahorradores últimos; la reacción de las instituciones financieras fue la emisión de pasivos a tipos competitivos y la entrada en nuevas actividades (aseguramiento, avales, colocación de activos emitidos por otros agentes) que les permitían participar en los nuevos mercados, aun cuando debieran renunciar a una parte de sus márgenes habituales.

Además de estas características que tienden a reducir los costes técnicos y de intermediación, entendida ésta como el coste de localización de demandantes de los pasivos que se emiten o de oferentes de los activos que se demandan, los instrumentos financieros que nacen adoptan la forma que en cada momento les permita obtener el máximo partido del entramado regulatorio y fiscal. Las ventajas obtenidas por esta vía, al contrario de las anteriormente citadas, pueden ser rápidamente perecederas. De hecho, la mayor parte de los nuevos instrumentos financieros creados a lo largo de este período se fundó en ventajas de esta índole, lo que explica la rápida secuencia de su surgimiento y desaparición. En la evolución reciente del sistema financiero español, las principales fuentes de diferenciación de activos financieros según su capacidad de elusión de las normas vigentes han sido:

1. Las limitaciones a la libertad de tipos de interés.
2. La imposición directa sobre los rendimientos del capital mobiliario.
3. La imposición indirecta y los derechos de intervención de fedatarios públicos.
4. Los coeficientes de las instituciones financieras.
5. Las limitaciones operativas de la banca extranjera.

Las limitaciones legales a los tipos de interés pasivos de las instituciones crediticias (desde

1981 hasta comienzos de 1987 no se modificaron, quedando regulados, durante este período, los tipos de las cuentas a la vista y de ahorro y de las imposiciones a plazo inferior a seis meses por importes inferiores al millón de pesetas) fueron la causa directa del surgimiento de las llamadas *cuentas del mercado monetario*, que, siendo cuentas equivalentes a los depósitos a la vista, ofrecen rentabilidades muy superiores a las establecidas para estas últimas. Asimismo, las *cesiones temporales de activos* y, más indirectamente, la aparición de buena parte de los instrumentos más líquidos emitidos por las instituciones financieras y por los restantes agentes fue favorecida por esta restricción.

Las normas relativas a la tributación directa de los rendimientos de los activos financieros han provocado una sucesión de innovaciones y los consiguientes ajustes en la regulación. Bajo la normativa anterior a mayo de 1985, los rendimientos de los títulos emitidos a descuento se consideraban como variaciones patrimoniales. Ello tenía dos consecuencias: la primera de ellas era que dichos rendimientos no estaban sujetos a retención en el IRPF, lo que ya en sí mismo constituía una considerable ventaja para esta forma de instrumentación. La segunda, y aún más importante, era que la falta de retenciones significaba, en la práctica, la casi absoluta ausencia de control fiscal sobre estos rendimientos. La posibilidad de ocultación fiscal fue una de las razones más importantes del auge sucesivo de muchos instrumentos: *las letras y efectos de propia financiación*, *los pagarés del Tesoro*, *de empresa y bancarios*, *las cesiones temporales de activos*, etc. Algunas innovaciones, como los *depósitos remunerados en especie*, de vida efímera, tuvieron su razón de ser en las posibilidades que en un momento determinado otorgaban para la evasión fiscal.

El cambio operado en la normativa fiscal a partir de 1985 impulsó la extinción de algunos de estos instrumentos, como los pagarés bancarios y las cesiones temporales de activos no emitidos por el Tesoro, y el cese momentáneo de las emisiones de pagarés de empresa. Por su parte, cobraron importancia las operaciones con pagarés del Tesoro (temporales o en firme) y surgieron nuevas vías de captación de recursos, como las *operaciones de seguro de prima única*.

La imposición indirecta y los costes de intervención de los fedatarios públicos han tenido una considerable, aunque menor, incidencia en la creación de nuevos activos financieros. Los *bonos bancarios* gozan, desde hace tiempo, de exención en los impuestos de transmisiones y

sucesiones. Los *títulos hipotecarios*, surgidos con posterioridad, están exentos de transmisiones y de la necesidad de intervención por un fedatario público, lo que sin duda ha favorecido su emisión. Por otra parte, la sustitución de las *letras por los pagarés* como instrumento de financiación de entidades financieras y empresas fue, en su momento, favorecida por el hecho de que el impuesto de actos jurídicos documentados era dos veces mayor para las letras que para los pagarés a la orden para emisiones superiores a seis meses. Los pagarés al portador, además, estaban exentos de dicho impuesto.

Otro poderoso motivo para la generación de innovaciones financieras ha sido la existencia de los coeficientes obligatorios (de caja y de inversión) para las instituciones bancarias. Estos coeficientes se han mantenido, a lo largo de todo este período, en cotas muy elevadas (3). Aunque el coste para las entidades del mantenimiento de esas inversiones obligatorias ha seguido un curso descendente, a través de la aproximación de sus rendimientos a los que pueden obtenerse en operaciones de mercado, las instituciones financieras, en su competencia con los sectores público y privado por la captación de recursos, desarrollaron una serie de innovaciones que permitían eludir la regulación vigente en cada momento. Así, las *letras endosadas* por los bancos y cajas, los *efectos de propia financiación* y los *pagarés bancarios*, las *operaciones de seguro de las cajas de ahorro*, los *avales a pagarés de empresa*, los *títulos hipotecarios a tres o más años*, las *cesiones temporales de activos no emitidos por el Tesoro*, se beneficiaron, en distintos períodos, de la exclusión en el cómputo de coeficientes, obligando a sucesivos retoques de éstos para englobarlos.

Las restricciones impuestas a la banca extranjera en cuanto a la apertura de oficinas y la captación de pasivos en los mercados internos tuvo, asimismo, efectos considerables sobre el desarrollo de la innovación financiera. Por una parte, contribuyeron a desarrollar el mercado interbancario, dado que los fondos tomados de éste quedaron excluidos de las limitaciones anteriormente citadas. A su vez, la dependencia de estas entidades con respecto a los mercados interbancarios y exteriores las sometió a mayores riesgos en lo que se refiere a la variabilidad del coste de su financiación. Ello, sumado a su experiencia en otros mercados financieros más desarrollados, las convirtió en motor de innovaciones tales como los créditos a tipo variable, las letras y pagarés de empresa y, en general, la actividad de intermediación (colocación, aval,

aseguramiento) de la banca en los mercados de títulos emitidos por otros agentes.

3. LAS MANIFESTACIONES DE LA INNOVACION FINANCIERA

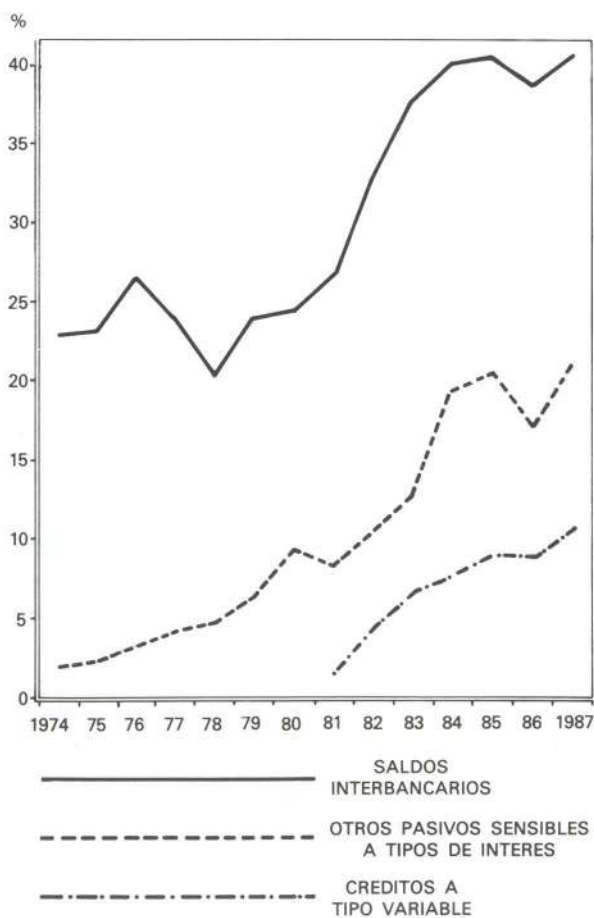
En este epígrafe se pretende ofrecer una visión de la importancia real que en España ha tenido el proceso de innovación financiera, en lo que se refiere a algunas modificaciones de la estructura general del sistema, que presentan caracteres de permanencia y son comunes a la mayor parte de los países en los que se ha presentado.

a) La innovación y las operaciones de las instituciones financieras

El gráfico 1 muestra dos rasgos característicos de los efectos de la innovación sobre las opera-

GRAFICO 1

INNOVACION EN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS
(Salos en % sobre PIB)



Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 1
INSTITUCIONES FINANCIERAS. ACTIVOS FINANCIEROS
(Saldos en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos frente a otras instituciones financieras	23,0	23,2	26,6	23,9	20,4	24,0	24,4	26,6	32,6	37,6	40,0	40,4	38,4	40,2
del Banco de España	4,9	4,5	6,5	5,1	3,1	3,4	2,8	2,7	3,0	3,4	4,2	3,4	4,5	4,1
del sistema bancario	16,2	16,1	17,6	16,2	14,6	17,7	18,5	20,5	25,4	29,7	30,8	31,6	29,0	30,5
del resto de instituciones	1,9	2,6	2,5	2,6	2,7	2,9	3,1	3,4	4,2	4,5	5,0	5,4	4,9	5,6
Activos frente a las administraciones públicas	11,7	11,8	11,4	11,5	12,3	14,0	15,7	18,7	22,7	25,9	33,2	37,8	38,8	40,8
del Banco de España	1,6	2,4	1,3	2,5	2,8	4,1	5,9	8,4	11,6	14,2	9,2	10,1	7,4	8,6
del sistema bancario	7,3	7,5	7,9	6,6	7,2	7,3	7,2	7,7	8,6	9,5	21,5	24,9	28,5	29,2
del resto de instituciones	2,8	1,9	2,2	2,4	2,3	2,6	2,6	2,6	2,5	2,2	2,5	2,8	2,9	3,0
Activos frente a las empresas y familias	85,3	88,5	90,8	85,9	80,2	78,6	80,1	81,4	81,2	78,9	72,0	70,0	66,7	68,4
del Banco de España	2,3	2,8	3,1	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	1,6	1,6	1,2	1,3	1,0	0,7
del sistema bancario	77,7	79,6	81,4	77,3	71,9	70,4	71,9	72,9	72,5	69,9	62,9	61,0	58,5	60,2
del resto de instituciones	5,3	6,1	6,3	6,3	6,2	6,3	6,3	6,8	7,1	7,4	7,9	7,7	7,2	7,5
Activos frente al sector exterior ..	11,9	9,8	8,8	10,4	12,9	14,5	15,3	19,0	15,9	16,8	20,6	17,4	16,5	18,8
del Banco de España	6,9	5,9	4,5	5,2	6,9	7,2	5,9	6,8	4,6	5,5	8,2	6,0	6,2	10,4
del sistema bancario	4,1	3,9	4,2	5,1	5,9	7,2	9,3	12,1	11,0	11,0	12,0	11,0	9,9	8,0
del resto de instituciones	0,1	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Total de activos financieros	131,1	133,3	137,6	131,7	125,8	131,1	135,5	145,7	152,4	159,2	165,8	165,6	160,4	168,2
del Banco de España	15,7	15,6	15,4	15,1	14,9	16,6	16,5	19,6	20,8	24,7	22,8	20,8	19,1	23,8
del sistema bancario	105,3	107,1	111,1	105,2	99,6	102,6	106,9	113,2	117,5	120,1	127,2	128,5	125,9	127,9
del resto de instituciones	10,1	10,6	11,1	11,4	11,3	11,9	12,1	12,9	14,1	14,4	15,8	16,3	15,4	16,5
PRO MEMORIA														
Instrumentos negociables	18,7	18,4	18,3	16,6	15,6	15,3	15,5	17,4	20,0	27,2	29,7	30,8	31,0	38,8
Créditos a tipo variable	—	—	—	—	—	—	—	1,4	4,1	6,5	7,6	9,1	8,9	10,5

Fuente: Banco de España.

ciones activas y pasivas de las instituciones financieras: en primer lugar, pretende destacar la importancia creciente de las fuentes de financiación sensibles a los tipos de interés, que pasaron de un 25 por 100 de la cifra total del balance en 1979 a un 61 por 100 en 1987. Como queda reflejado en el gráfico, este fenómeno fue promovido, principalmente, por el auge de la financiación interbancaria. La expansión de estas operaciones, dentro de las cuales debe destacarse, tal y como se observa en el cuadro núm. 1, la disminución de la importancia relativa del Banco de España como prestamista y la creciente actividad de las restantes instituciones (bancarias y no bancarias), constituyó uno de los resultados más sobresalientes de la innovación financiera y tuvo, a su vez, considerable repercusión sobre la creación de nuevos instrumentos de activo y pasivo por estas entidades, ligados al coste de la financiación obtenida o de la rentabilidad potencial de los recursos colocados en este mercado.

Por otra parte, el gráfico 1 pone de manifiesto la rápida expansión de los «otros pasivos sensibles a tipos de interés». Estos son instrumentos dirigidos a la captación de recursos del sector privado, ofreciendo a algunos segmentos de

éste remuneraciones superiores y acuerdos con las que se pueden obtener en los mercados monetarios.

Como puede observarse en el cuadro núm. 2, estos instrumentos (certificados de depósito, endoso de efectos, cesiones temporales, empréstitos a tipo variable) registraron cambios sucesivos en su importancia relativa a lo largo del período considerado. Esto se debe a su carácter «oportunistista» en relación con el entramado regulatorio vigente en cada momento. Sin embargo, el hecho de que el volumen de fondos captado por las instituciones financieras del sector privado en proporción al PIB registrara un claro incremento desde finales de los años setenta revela que, en conjunto, las instituciones financieras compitieron con éxito frente a los sectores público y privado en la captación del ahorro disponible a través de su participación en los mercados de nuevos instrumentos emitidos por otros agentes (letras, pagarés de empresa y pagarés del Tesoro) y de la emisión de pasivos propios (efectos de propia financiación, pagarés bancarios, títulos hipotecarios y otros empréstitos), en los que se materializó el ahorro del sector privado en detrimento de las formas tradicionales de captación de pasivo.

CUADRO NUM. 2
INSTITUCIONES FINANCIERAS. PASIVOS FINANCIEROS
(Saldos en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos de otras instituciones financieras	23,0	23,2	26,6	23,9	20,4	24,0	26,1	26,6	32,6	37,6	40,0	40,4	38,4	40,2
Activos de las administraciones públicas	9,4	9,9	11,1	10,5	9,8	9,6	9,6	10,1	11,0	13,2	13,6	13,3	11,8	11,8
Activos de las empresas no financieras y familias	94,7	103,1	98,7	90,0	88,0	88,3	88,2	92,8	92,9	92,5	95,4	96,9	96,5	99,8
Efectivo y depósitos a la vista ..	31,8	31,9	31,6	29,9	28,5	27,0	26,4	25,8	24,3	22,6	22,1	22,1	22,4	23,4
Depósitos de ahorro	24,2	24,7	25,2	23,4	22,5	23,0	22,0	21,2	20,3	19,8	18,8	18,8	18,7	18,3
Depósitos a plazo	31,7	30,6	29,0	28,0	28,9	31,7	31,9	35,4	37,2	39,2	41,3	37,4	31,1	28,7
Imposiciones ordinarias	29,8	28,2	25,8	24,0	24,3	24,7	24,2	27,8	28,3	27,2	24,6	24,5	26,6	24,8
Certificados de depósito	1,9	2,4	3,2	4,0	4,6	6,4	7,7	7,6	6,8	4,6	2,9	2,6	2,6	1,3
Efectos de propia financiación.	—	—	—	—	—	—	—	—	2,1	7,4	0,5	0,2	—	—
Pagarés bancarios	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	13,2	10,1	1,9	2,6
Otros activos líquidos de em- presas y familias	1,7	2,1	2,2	1,8	1,6	1,5	1,9	2,8	4,4	4,9	6,4	11,1	16,2	20,2
Empréstitos	1,7	2,1	2,2	1,8	1,5	1,2	1,3	1,6	2,2	3,2	3,9	4,5	5,4	4,1
Letras endosadas	—	—	—	—	—	—	0,2	0,6	1,4	0,7	0,3	0,3	—	—
Cesiones temporales	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,4	5,5	8,7	12,5
Operaciones de seguro	—	—	—	—	0,1	0,2	0,3	0,4	0,6	0,7	0,7	0,8	2,1	3,4
Otros	—	—	—	—	—	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	—	—	0,2
Resto de activos de empresas y familias (a)	5,3	13,8	10,7	6,9	6,5	5,7	6,0	7,6	6,7	6,0	6,8	7,5	8,2	9,2
Activos del sector exterior	5,6	7,5	8,8	10,4	10,1	11,2	13,5	16,5	15,3	15,3	16,4	13,0	11,7	11,1
Total de pasivos financieros cla- sificados	132,7	143,9	145,2	134,8	128,3	133,1	135,7	146,0	151,8	158,6	165,4	163,6	158,4	162,9
PRO MEMORIA														
Financiación sensible a tipos de interés (b)	25,0	25,5	29,8	27,9	25,0	30,4	33,8	34,8	43,0	50,7	59,2	60,9	55,2	59,4
Financiación a través de títulos ne- gociables	8,9	10,6	11,4	11,2	11,3	12,9	14,8	17,1	22,5	27,6	25,9	27,1	22,6	24,9

(a) Incluye títulos de renta fija y variable y reservas técnicas de seguros. El salto que se observa entre 1974 y 1975 se debe a problemas de valoración de los títulos de renta variable.

(b) Incluye la financiación interbancaria y la instrumentada a través de certificados de depósito, endoso de efectos, cesiones temporales y empréstitos a tipo variable.

Fuente: Banco de España.

En este sentido, la caída de las fuentes de financiación sensibles a los tipos de interés en 1986 refleja, primordialmente, los efectos de la modificación, en el año anterior, de la normativa fiscal de los activos financieros, que provocó la brusca caída en el endoso de efectos y su sustitución por otras operaciones (cesiones temporales, operaciones de seguro e incluso imposiciones ordinarias), de las cuales sólo las primeras se engloban entre los pasivos sensibles a tipos de interés.

El segundo fenómeno de importancia recogido en el gráfico 1 es el auge de los créditos a tipo de interés variable. Esta tendencia, como puede observarse en el cuadro núm. 1, se enmarca dentro de un proceso de caída de los activos de las instituciones financieras frente al sector privado desde los primeros años ochenta, sólo interrumpida en 1987, lo que implica que más de la tercera parte del flujo neto de crédito concedido al sector privado entre 1981 y 1987 por las instituciones bancarias fue instrumenta-

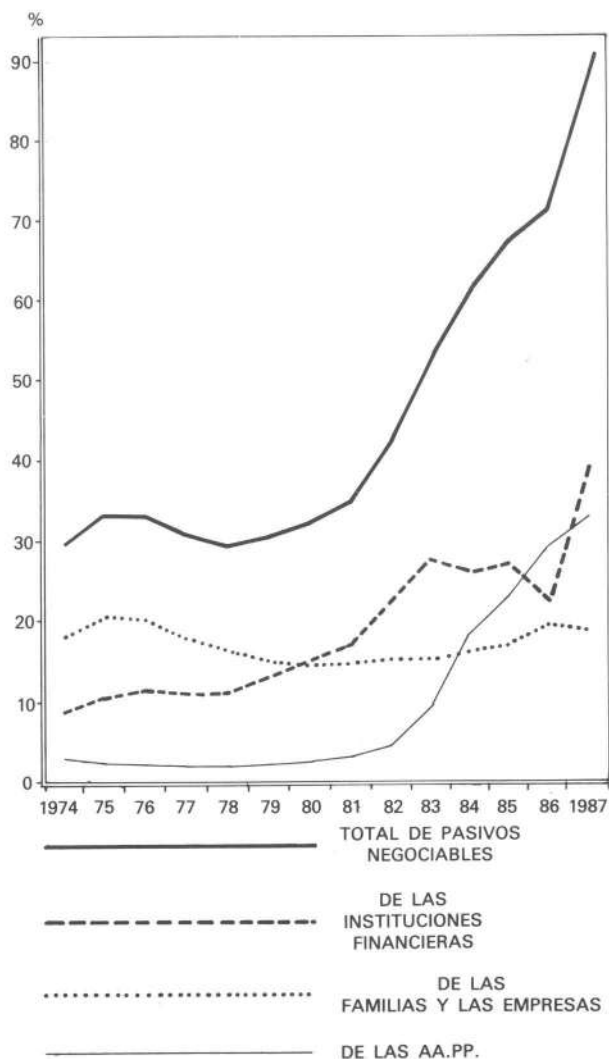
do a tipo variable. Esta proporción, en el caso de la banca, se eleva a más del 50 por 100. Si a ello se suma el creciente importe de los recursos de las instituciones financieras colocado en el mercado interbancario, se obtiene como resultado que un 30 por 100 de los activos totales de las instituciones financieras y sus rendimientos correspondientes es altamente sensible a las alteraciones de los tipos a corto plazo (inducidas por la autoridad monetaria o por cualquier otro factor).

b) La expansión de los instrumentos negociables

La transformación más acusada en el sistema financiero español en la última década ha sido, probablemente, el aumento de la importancia relativa de los títulos negociables, tal y como pone de manifiesto el gráfico 2. Entre 1980 y 1987, los saldos vivos de títulos negociables ascendieron desde el 30 por 100 hasta más del 76 por 100 de PIB.

GRAFICO 2

INSTRUMENTOS NEGOCIABLES
(Salos en % sobre PIB)



Fuente: Banco de España.

Esta evolución vino determinada, de manera particular, por el rápido crecimiento de la deuda de las administraciones públicas, materializada en títulos a corto y largo plazo. El cuadro número 3, que recoge la distribución por sectores e instrumentos de los pasivos del sector público, refleja que, mientras la financiación vía créditos del Banco de España disminuyó su importancia relativa en los últimos años, a partir de la introducción de los pagarés del Tesoro, la mayor parte de la deuda viva de las administraciones públicas se materializó en títulos monetarios y de deuda a medio y largo plazo.

Por otra parte, las instituciones financieras generaron, a partir de los primeros años ochenta, diversos instrumentos negociables, aptos para competir con el sector público en la captación

del ahorro privado. La decadencia del endoso de efectos (de propia financiación y pagarés bancarios) a partir de su inclusión en el cómputo de coeficientes y de la modificación de su fiscalidad en 1985, fueron las causas principales del descenso registrado en 1986 en los saldos vivos de los títulos negociables emitidos por las instituciones financieras.

Los títulos emitidos por las empresas no financieras siguieron un curso descendente hasta los primeros años ochenta, como consecuencia de la disminución de actividad en el mercado primario de los títulos de renta fija (en buena parte, relacionada con las sucesivas reducciones del coeficiente de inversión de las cajas y con la elevación de los tipos de interés exigidos en el mercado libre) y de la decadencia de los mercados de renta variable, derivada del empeoramiento de los resultados empresariales y de la baja de los precios en los mercados bursátiles (véase cuadro núm. 5). En los últimos años, sin embargo, se aprecia una recuperación en los mercados de renta variable, asociada a la mejora de la coyuntura real y bursátil, que ha coincidido con la expansión de la emisión de títulos monetarios (letras y, posteriormente, pagarés de empresa).

c) La desintermediación

El gráfico 3 pretende ofrecer una evolución de la desintermediación en el sistema financiero español a través de la colocación directa de instrumentos por parte de los distintos sectores no financieros. Como puede observarse, la cuantía total de este fenómeno es relativamente modesta; las tenencias, por parte de los sectores no financieros, de instrumentos emitidos por estos mismos sectores apenas alcanzan un 12 por 100 del PIB (4) en 1987.

Aunque el avance de este tipo de colocaciones ha sido muy rápido en los años recientes, debido a la colocación directa de títulos de deuda pública entre los particulares, estas colocaciones directas (véase cuadro núm. 3) fueron sólo una fracción de las realizadas a través de los intermediarios financieros. Las necesidades de financiación del sector público se tradujeron, principalmente, en cambios en las operaciones realizadas por las instituciones financieras, que absorbieron gran cantidad de títulos públicos, posteriormente cedidos, en parte, a su clientela de pasivo a través de ventas temporales, más que en un avance espectacular de la desintermediación.

Por su parte, las colocaciones directas de título

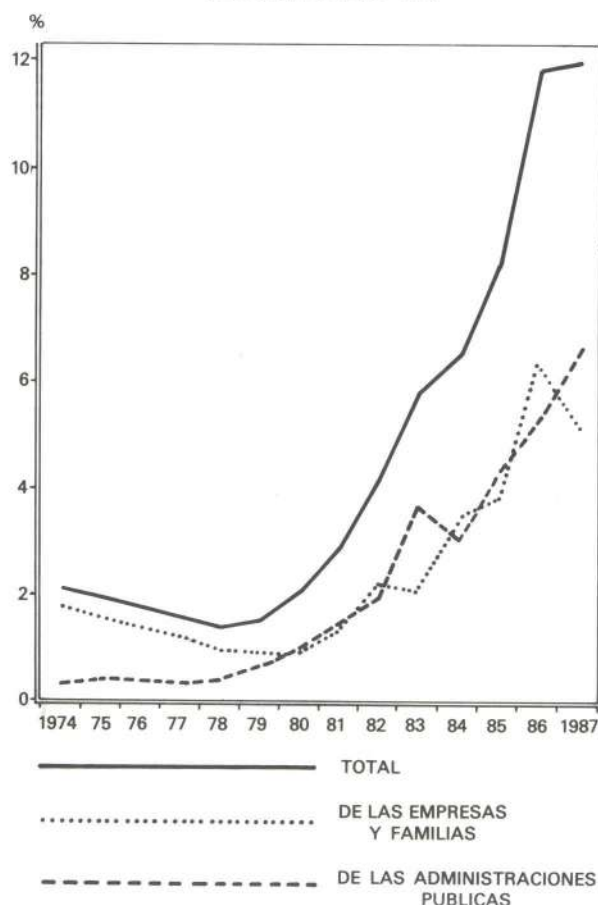
CUADRO NUM. 3
ADMINISTRACIONES PUBLICAS. PASIVOS FINANCIEROS
(Saldos en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos de las instituciones financieras	11,7	11,8	11,4	11,5	12,3	14,0	15,7	18,7	22,7	25,9	33,2	37,8	38,8	40,8
del Banco de España	1,6	2,4	1,3	2,5	2,8	4,1	5,9	8,4	11,6	14,2	9,2	10,1	7,4	8,6
Créditos	1,6	2,3	1,2	1,7	2,7	3,6	5,4	7,8	11,0	13,3	8,4	9,3	5,0	4,2
Títulos	—	0,1	0,1	0,8	0,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,8	2,4	4,4
del sistema bancario	7,3	7,5	7,9	6,6	7,2	7,3	7,2	7,7	8,6	9,5	21,5	24,9	28,5	29,2
Créditos	—	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,5	0,9	1,5	1,5	2,0	2,0	2,7
Títulos	7,3	7,4	7,6	6,3	7,1	7,2	7,0	7,2	7,7	8,0	20,0	22,9	26,5	26,5
del resto de instituciones financieras	2,8	1,9	2,2	2,4	2,3	2,6	2,6	2,6	2,5	2,2	2,5	2,8	2,9	3,0
Activos de las administraciones públicas	0,3	0,2	0,1	0,1	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5
Activos de las empresas y las familias	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	1,1	1,5	2,0	3,7	3,1	4,3	5,4	6,6
Activos del sector exterior	0,6	0,6	0,4	0,8	1,1	0,9	0,8	1,1	1,8	2,6	3,0	2,6	1,8	1,6
Total de pasivos financieros	12,9	13,0	12,3	12,8	13,8	15,7	17,7	21,4	26,6	32,8	39,9	45,2	46,6	49,5
PRO MEMORIA														
Títulos del mercado monetario ..	—	—	—	—	—	—	—	0,2	0,6	5,8	14,5	18,1	18,6	22,4
Títulos de renta fija negociables ..	2,8	2,3	1,9	1,7	1,7	2,2	2,4	2,9	3,9	4,0	4,1	4,9	10,4	10,3

Fuente: Banco de España.

GRAFICO 3

PASIVOS INTERIORES NO INTERMEDIARIOS
(Saldos en % sobre PIB)



Fuente: Banco de España.

los monetarios y de renta fija por las empresas no financieras nunca han sobrepasado volúmenes muy modestos. La aceleración registrada en 1986 en el ritmo de emisión de pagarés de empresa fue, en su mayor parte, canalizada por las instituciones financieras. Estas intervienen activamente en este mercado, prestando servicios (de colocación, aseguramiento, etc.) e incluso creando instrumentos como las participaciones y transferencias de créditos. Por ello, la progresión de los pasivos monetarios de las empresas a partir de 1986 se tradujo en una desintermediación de tipo cualitativo, en el sentido de que los márgenes de intermediación tendieron a reducirse, más que de tipo cuantitativo, es decir, en una elusión efectiva de la intervención de los intermediarios financieros.

d) La innovación financiera y los tipos de interés

Un aspecto relevante de la innovación financiera es el efecto que haya podido tener sobre el coste global de las operaciones financieras. Por supuesto, resulta muy difícil aislar los efectos de la innovación financiera de los otros factores que determinan los tipos de interés nominales o reales. Las expectativas de inflación, la política monetaria aplicada, la presión ejercida sobre el crecimiento de los agregados monetarios por los sectores público y exterior son factores muy poderosos que inciden sobre el nivel y las fluctuaciones de los tipos de interés y sobre

el propio proceso de innovación financiera. Sin embargo, las innovaciones financieras tienen como propósito principal el de abaratar los costes intrínsecos de las operaciones financieras, generando un margen que se reparte en forma variable entre el prestamista (que puede ver así incrementado el rendimiento de sus colocaciones financieras) y el prestatario (que puede ver abaratado el coste global de los recursos que necesita). En cierta medida, este margen se produce a causa de una disminución de coste técnico de instrumentación de la operación. En este caso, no existe pérdida para nadie. Sin embargo, una parte importante de la reducción del coste suele representar una pérdida para alguno de los agentes económicos: este perdedor puede ser el sector público, bien como resultado directo de la evasión fiscal posibilitada por el nuevo instrumento, bien más indirectamente, a través de la elevación de coste de sus instrumentos de captación de fondos, necesaria para competir con los nuevos activos, o incluso del coste de las operaciones de detracción de recursos del sistema para restablecer el ritmo de crecimiento monetario preestablecido. Como ya se ha visto, buena parte de las innovaciones financieras introducidas en España ha tenido como característica fundamental las posibilidades que ofrecían de evasión de impuestos o de coeficientes.

El otro perdedor posible en este proceso es el conjunto de los intermediarios financieros, que se ven, a causa de la aparición de innovaciones, en la disyuntiva entre reducir su margen de intermediación, ofreciendo a prestamistas y prestatarios últimas condiciones comparables a las creadas por los nuevos instrumentos, o reducir su volumen de negocio, permitiendo la expansión de las operaciones financieras desintermediadas. Como ya se ha tenido ocasión de exponer, la reacción de los intermediarios financieros ha sido la creación de instrumentos de activo y pasivo competitivos con los instrumentos desintermediados, desplazando en lo posible el coste del proceso hacia el sector público mediante la evasión de coeficientes o la opacidad fiscal de los instrumentos creados y, en algunos casos, aceptando una reducción efectiva de su margen de intermediación. Complementariamente, las instituciones financieras han intentado —y, en líneas generales, conseguido— participar en la distribución de productos financieros emitidos por otros agentes a través de la prestación de servicios de distinto tipo: colocación, aseguramiento, líneas de crédito subsidiarias, etc., que, si bien generan menos valor añadido que la intermediación tradicional, son rentables en la medida en que constituyen operaciones cuya gestión representa costes muy reducidos.

CUADRO NUM. 4
EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS. ACTIVOS FINANCIEROS
(Salos en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos frente a las instituciones financieras	94,7	103,1	98,7	90,0	88,0	88,3	88,2	92,8	92,9	92,5	95,4	96,9	96,5	99,8
Activos líquidos (a)	89,4	89,3	88,0	83,1	81,5	82,6	82,2	85,2	96,2	86,5	89,6	89,4	88,4	90,6
Resto de activos	5,3	13,8	10,7	6,9	6,5	5,7	6,0	7,6	6,7	6,0	6,8	7,5	8,2	9,2
Activos frente a las administraciones públicas	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	1,1	1,5	2,0	3,7	3,1	4,3	5,4	6,6
Títulos monetarios	—	—	—	—	—	—	—	—	0,3	1,8	1,5	2,4	3,0	3,5
Títulos de renta fija	—	0,1	—	0,1	0,1	0,4	0,8	1,1	1,3	1,4	1,1	1,4	1,9	2,7
Otros	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Activos frente a empresas no financieras	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	1,0	1,4	2,2	2,1	3,4	3,9	6,4	5,3
Títulos monetarios	—	—	—	—	—	—	0,2	0,7	1,4	1,1	1,7	1,5	2,7	2,1
Títulos de renta fija	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,8	1,0	1,7	2,4	3,7	3,2
Otros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Activos frente al exterior	1,1	1,1	1,3	1,3	1,0	0,9	1,2	1,5	2,3	2,6	2,9	2,6	3,0	2,9
Total de activos financieros (b).....	96,8	106,2	101,8	102,9	90,4	90,8	91,5	97,2	99,4	100,9	104,8	107,7	111,3	114,6
PRO MEMORIA (c)														
M ₁	32,5	32,9	33,0	31,0	29,5	27,8	26,9	26,6	24,7	23,1	22,3	22,5	22,9	23,4
M ₃	86,1	86,9	86,2	80,8	79,2	82,1	82,7	84,0	83,5	82,6	82,6	78,4	71,9	70,4
ALP	87,8	89,0	88,4	82,6	80,8	83,8	84,7	86,9	88,3	89,8	90,8	92,3	91,2	94,4

(a) Véase detalle en el cuadro núm. 2.

(b) Se excluyen los títulos de renta variable emitidos por empresas no financieras en poder de agentes del propio sector.

(c) Las discrepancias entre los agregados monetarios y las rúbricas con las que se corresponden se deben a diferencias en la sectorización de la Contabilidad Nacional y de los estados que las instituciones financieras deben presentar al Banco de España.

Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 5
EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS. PASIVOS FINANCIEROS
(Saldos en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos de las instituciones financieras	85,3	88,8	90,9	85,9	80,1	78,6	80,1	81,4	81,2	78,9	72,0	70,0	66,7	68,4
Créditos	72,6	75,2	77,1	73,2	68,6	68,1	70,3	71,9	72,6	70,7	63,9	62,9	60,2	61,8
— a tipo variable	—	—	—	—	—	—	—	1,4	3,8	5,8	6,8	7,9	7,7	9,2
Titulos	12,7	13,6	13,8	12,7	11,5	10,5	9,8	9,5	8,6	8,2	8,1	7,1	6,5	6,6
Activos de las administraciones públicas	1,9	2,3	1,8	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1	1,7	2,6	3,4	4,3	3,9	3,5
Activos de las empresas no financieras y familias	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	1,0	1,4	2,3	2,1	3,4	3,9	6,4	5,3
Activos del sector exterior	11,5	11,6	12,7	13,9	11,8	11,4	13,2	15,4	16,9	17,6	18,6	16,6	15,4	17,6
Total de pasivos financieros clasificados	100,5	104,3	106,8	102,5	94,4	92,2	95,5	99,3	102,1	101,2	97,4	94,8	92,4	94,8
PRO MEMORIA														
Titulos negociables	17,7	20,5	19,8	17,9	16,4	15,2	14,5	14,7	15,4	15,3	16,4	17,2	19,1	18,8
Titulos monetarios	—	—	—	—	—	—	0,2	0,7	1,4	1,1	1,7	1,5	2,9	3,0
Titulos de renta fija	9,0	11,0	10,9	10,2	9,2	8,6	8,2	7,9	7,2	6,7	7,1	7,2	7,2	6,5
Titulos de renta variable (a)	8,8	9,5	8,9	7,7	7,2	6,6	6,1	6,1	6,8	7,5	7,6	8,5	9,0	9,3

(a) Se excluyen los títulos en poder del propio sector de empresas y familias.

Fuente: Banco de España.

De esta forma, aunque resulte muy difícil determinar cuál ha sido la influencia de la innovación financiera en el abaratamiento de los costes de la financiación obtenida y el rendimiento de las colocaciones del ahorro, sus efectos sobre los márgenes de intermediación son un campo de análisis relevante y fructífero.

Las demandas de los ahorradores de colocaciones líquidas más rentables tuvieron un efecto notorio sobre la remuneración de los depósitos. Así, las instituciones financieras desarrollaron los efectos de propia financiación y los pagarés bancarios, que permitían elevar la remuneración ofrecida sin afectar al coste efectivo para la institución financiera, a través de los beneficios fiscales y de coeficientes a los que se acogían el comprador y el emisor, respectivamente. La emisión de grandes cantidades de pagarés del Tesoro, en subastas a las que podía acudir el público, supuso la primera restricción efectiva para los intermediarios financieros, puesto que marcó un límite mínimo para los tipos de los depósitos a plazo, cualquiera que fuera su instrumentación; este límite mínimo se encontraba, paradójicamente, por debajo de la remuneración ofrecida por los títulos públicos, debido a la incapacidad del Estado para comercializar adecuadamente sus instrumentos. En 1986 esta situación se invirtió, como consecuencia del rendimiento adicional, en forma de ocultación fiscal, que ofrecían los pagarés del Tesoro, lo que permitió al Estado su emisión a tipos inferiores. Ello alejó a los pagarés del Tesoro de su papel como referencia para la remuneración de

los depósitos, en el que fueron parcialmente sustituidos por los pagarés de empresa y, más recientemente, por la deuda pública a largo plazo y las letras del Tesoro. Las instituciones financieras pudieron abaratar su pasivo, mediante las operaciones de cesión temporal de pagarés del Tesoro, que participan de los mismos beneficios fiscales que las compras a vencimiento. La competencia por el ahorro que exigía mayores remuneraciones en el corto plazo y no estaba movido por consideraciones de evasión fiscal, se centró entre los pagarés de empresa y la deuda pública a corto y largo plazo, por una parte, y los diversos instrumentos bancarios, por otra.

Del lado de las operaciones activas, el desarrollo del mercado interbancario posibilitó la aparición de los créditos a tipo de interés variable. Esto supuso que, para una parte de la clientela de activo, que tenía acceso a esta operativa, el coste medio del crédito sufriera una disminución apreciable. No obstante, las necesidades financieras del sector público y, posteriormente, la cautela de las autoridades ante el crecimiento de las magnitudes monetarias han mantenido altos los tipos de interés activos y, por tanto, el margen de intermediación. Ello permitió el auge del mercado de pagarés de empresa en 1986, que aun siendo todavía un fenómeno de entidad menor, incidió directamente sobre los productos crediticios diseñados para las grandes empresas y se reflejó en una disminución en ese año del volumen de crédito concedido a tipo de interés variable.

De esta forma, los fenómenos de desintermediación (títulos públicos y privados) se configuran como un factor limitativo de la amplitud del margen de intermediación; este margen es todavía amplio, pero la expansión progresiva de los títulos públicos y privados en circulación debe reducirlo en el próximo futuro.

Un último aspecto de la incidencia de la innovación sobre los tipos de interés se refiere al efecto de la emisión de títulos públicos y privados a corto plazo sobre los tipos interbancarios (véase gráfico 4). A lo largo de 1984 y 1985 se observó una aproximación de los tipos interbancarios a los tipos de los depósitos, alejándose de los niveles próximos a los de las operaciones activas, donde solían situarse con anterioridad (5). Este fenómeno, que se interrumpió en la segunda mitad de 1985, estaba relacionado con la mayor permeabilidad —introducida por la emisión de pagarés del Tesoro en condiciones de igualdad para todos los agentes— entre el interbancario y los mercados donde las instituciones financieras captan la mayor parte de sus recursos. Este papel de los pagarés del Tesoro de vínculo entre mercados se vio destruido al quedar afectada la demanda de pagarés del Tesoro por motivos ajenos a los de su rentabilidad nominal. Ello significó una elevación relativa de los tipos interbancarios con respecto a los de los depósitos. Aunque los pagarés de empresa podrían haber representado —y de hecho representaron— en parte la función antes realizada por los pagarés del Tesoro, su mayor riesgo intrínseco, sus menores cifras de emisión y su menor homogeneidad los hizo menos eficaces, introduciendo, necesariamente, un diferencial mayor entre los tipos interbancarios y los de los depósitos. Pasado el reciente episodio de restricciones monetarias, las letras del Tesoro y la renta pública anotada deben retomar, con ventaja, el papel anteriormente desempeñado por los pagarés.

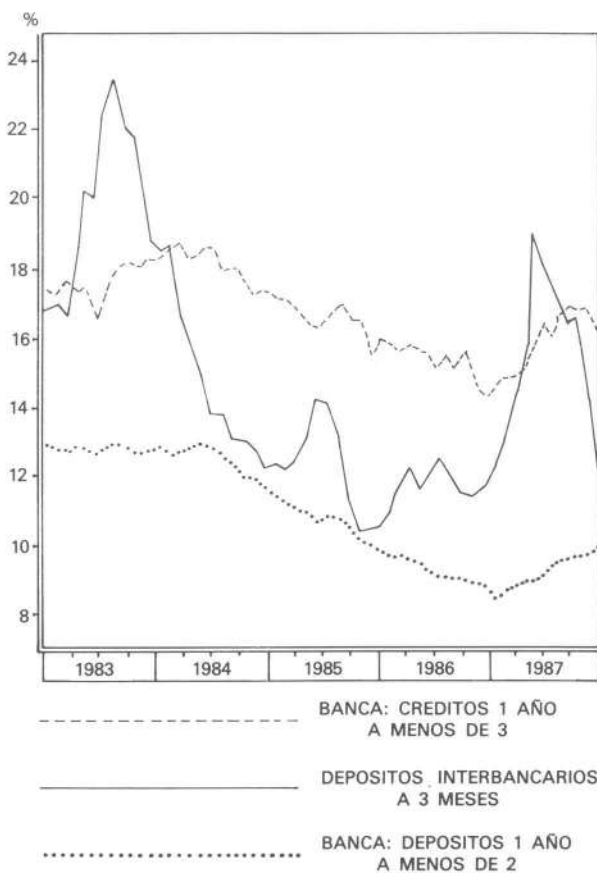
4. PERSPECTIVAS

Antes de considerar las perspectivas del proceso de innovación financiera en España, parece conveniente efectuar una somera revisión de los acontecimientos recientes en el ámbito financiero, así como del entorno económico y del marco legal en los que, presumiblemente, dicho proceso habrá de desarrollarse en el futuro.

Desde el año 1986 se han producido en el sistema financiero español una serie de cambios

GRAFICO 4

LA INNOVACION FINANCIERA Y LOS TIPOS DE INTERES



Fuente: Banco de España.

de gran alcance en lo que respecta a la instrumentación de las operaciones financieras.

Algunos de ellos se refieren a la financiación del Estado. Ya en 1986 remitió apreciablemente la colocación de pagarés del Tesoro —en buena parte debido al agotamiento del trasvase de fondos hacia dicho instrumento, inducido por el cambio en la normativa fiscal de 1985—, al tiempo que el Estado intensificaba su apelación a los mercados de deuda a más largo plazo. Esta evolución se vio frenada en 1987 a causa, principalmente, del episodio de restricciones monetarias de la primavera de ese año, que paralizó las emisiones a largo e indujo al Tesoro a la utilización intensiva de las letras, instrumento de características similares a los pagarés excepto en lo que se refiere a su tratamiento fiscal. A su vez, las entidades bancarias, principales suscriptores de letras y renta pública a largo, han traspasado una gran parte de su cartera a su clientela a través de cesiones temporales, las cuales se han convertido en la más importante vía de

captación de pasivos bancarios y en el componente de la masa monetaria de más rápido ritmo de crecimiento.

En segundo lugar deben destacarse las alternativas a las que se ha visto sujeto el mercado de pagarés de empresa. En 1986, las emisiones de estos títulos registraron un auge espectacular. Las instituciones de crédito, por su parte, generalizaron la práctica de ceder a sus clientes participaciones en los créditos concedidos a determinadas empresas, emitiendo así instrumentos asimilables a los pagarés originarios. Ello constituyó un notable avance en la desintermediación privada, desintermediación que no fue total, en la medida en que las instituciones financieras canalizaron la mayor parte de estos flujos, pero sí significativa, puesto que el margen de intermediación de estas operaciones es sensiblemente menor que el de las operaciones de crédito.

La evolución de este mercado en 1987 acusó vivamente las tensiones registradas en los mercados monetarios y los altos tipos ofrecidos por las letras del Tesoro. Sin embargo, ya a finales de ese año la caída de los tipos de interés, y especialmente los de las letras, hizo posible una cierta reactivación de las emisiones.

Por lo que se refiere a la regulación de la actividad financiera, en 1986 comenzaron a configurarse modificaciones profundas que, en buena medida, son responsables de los fenómenos antes comentados.

En este aspecto destaca el cambio operado en la instrumentación de la política monetaria. La sustitución de los pagarés del Tesoro por otros títulos de deuda, no afectados por una demanda cautiva, escasamente dependiente de su precio, debe de ser uno de los factores determinantes de futuros procesos de innovación financiera. La generalización de las operaciones con letras y deuda pública anotada, con el consiguiente abaratamiento de las transacciones y el aumento de la capacidad operativa de los agentes que ello supone, debe servir para el establecimiento de un vínculo extraordinariamente fuerte entre los mercados monetarios, los de depósitos y créditos y los de títulos a largo plazo, facilitando la transmisión de la política monetaria y acrecentando la flexibilidad general del sistema.

A pesar del retroceso temporal que los problemas monetarios y cambiarios de 1987 supusieron para la liberalización, deben, sin embargo, destacarse algunos avances sustanciales en este terreno: la liberalización completa de los tipos

pasivos del sistema bancario, la flexibilización del control de cambios, que ha afectado al régimen de autorización de inversiones por no residentes, a la posición en moneda extranjera de las entidades delegadas y a las inversiones exteriores de los residentes y, por fin, la disminución de los coeficientes: de inversión y, más recientemente, de caja.

Otras medidas importantes aparecen como más o menos inmediatas; cabría citar, en este aspecto, la culminación del proceso de liberalización de movimientos externos de capitales, la disminución progresiva de los coeficientes de deuda pública y de caja y la instauración de un régimen más permisivo para el establecimiento de nuevas instituciones bancarias.

En cuanto al entorno económico, cuatro aspectos primordiales deben ser tenidos en cuenta: el primero de ellos es el de la disminución de la incertidumbre con respecto a la evolución de los precios y, por consiguiente, de los tipos nominales de interés a medio y largo plazo, que debería tener grandes implicaciones sobre la composición de la demanda de activos financieros.

El segundo aspecto se refiere al déficit público. En 1986 y, particularmente, en 1987 se ha producido una apreciable reducción de las necesidades financieras de las Administraciones Públicas. Tal evolución habrá de tener, sin duda, efectos beneficiosos sobre los tipos de interés reales y los recursos disponibles para la financiación de actividades productivas y de consumo privadas. No obstante, y aun sin el carácter alarmante que tomó en el pasado reciente, el déficit público se configura como un fenómeno de duración prolongada. En los próximos años, la expansión de los pasivos del sector público, así como la refinanciación de las deudas hasta ahora contraídas, habrán de tener un peso considerable sobre las operaciones financieras del conjunto de los sectores.

El tercero es la creciente internacionalización de los flujos financieros, que determina que el marco geográfico de la oferta y la demanda de recursos de los agentes económicos residentes se amplíe cada vez más allá de lo que constituye el sistema financiero español. Las condiciones de cantidades y precios vigentes en los mercados internacionales afectarán, de forma más inmediata y directa, a las condiciones imperantes en nuestro país.

Por último, y en buena parte debido a la apertura creciente de los mercados financieros nacionales, la estructura institucional del sistema

financiero español ha de experimentar cambios de gran relevancia. El reforzamiento de los intermediarios, con el propósito de afrontar una más ardua competencia, induce una tendencia hacia la concentración y/o la especialización. Los recientes acuerdos de fusión de bancos y de cajas de ahorros y la revisión del papel y la estructura organizativa del crédito oficial son las primeras manifestaciones de un proceso que, presumiblemente, ha de alcanzar extraordinaria magnitud.

Unas expectativas de inflación más estable y reducida, junto con el establecimiento de un entorno regulatorio más estable y neutral, en el que, además, no son previsibles cambios radicales en la fiscalidad de los activos financieros, deben tender a restringir la creación de nuevos instrumentos fundados en el aprovechamiento de lagunas legales. Por otra parte, debería incrementarse la demanda de activos financieros a plazos más largos, siempre que existan unos mercados secundarios que aporten liquidez suficiente. Entre éstos, la deuda pública podría desempeñar un papel capital, potenciada por el sistema de anotaciones en cuenta, mientras que el mercado de renta fija privada debería expandirse considerablemente. El previsible desarrollo de los mercados a más largo plazo tendería a limitar el crecimiento de los títulos monetarios emitidos por estos mismos agentes, aunque el mercado de pagarés de empresa tiene todavía un elevado potencial de expansión.

Las novedades más importantes, en lo que se refiere a la oferta de activos financieros, podrían derivarse del desarrollo de instrumentos destinados a la cobertura de riesgos de interés y de tipo de cambio, incentivados por el aumento de la libertad de movimientos de capitales. La generalización de los *swaps*, y posiblemente la creación de mercados de opciones y futuros financieros, así como la oferta, por parte de los distintos intermediarios, de una gama más amplia de productos de activo y pasivo diseñados para el aprovechamiento de diferenciales entre mercados y la cobertura de riesgos, podrían caracterizar la evolución de nuestro sistema financiero en los próximos años.

Por su parte, la estructura de oferentes de servicios financieros parece destinada a experimentar una profunda transformación. Esta habría de derivarse, por un lado, de la concurrencia de intermediarios extranjeros y del proceso de concentración y especialización de los nacionales y, por otro, de alteraciones del propio negocio de la intermediación financiera. El sistema bancario tenderá a sostener una gran actividad

como agente colocador de títulos públicos, al tiempo que un segmento de su clientela privada de activo, compuesto por las empresas de mayor volumen y proyección pública, podría aumentar su apelación directa al ahorro de los particulares. Las entidades bancarias pugnarán por introducirse en otras actividades, como la intermediación en los mercados de valores y los seguros, y por incrementar sus ingresos con el cobro de diversas comisiones por servicios. En sus operaciones pasivas se verán obligadas a ofrecer rentabilidades competitivas por todos sus saldos deudores, incluso aquellas tradicionalmente mantenidas por motivo de transacciones. Un creciente número de intermediarios financieros no bancarios, e incluso de agentes no específicamente financieros, ofrecerá servicios coincidentes con los que la banca ofrezca. La evolución ulterior vendrá determinada por la actuación de las autoridades, pero, a juzgar por lo ocurrido en países en los que el proceso de innovación financiera ha llegado más lejos (6), la demarcación entre las actividades de los distintos agentes que concurren en los mercados financieros debe tender a difuminarse.

5. CONCLUSIONES

Las principales conclusiones que pueden obtenerse del estudio se resumen en las siguientes:

1. Las primeras manifestaciones del proceso de innovación financiera en España fueron posibles con la aplicación de la política monetaria, en forma esencialmente similar a la actual, a partir de los años 1973-74. Ello permitió, a su vez, el desarrollo del mercado interbancario, de importancia decisiva en la evolución posterior del proceso.

2. Sobre el sustrato de nuevas demandas de colocaciones financieras generadas por la inflación y la variabilidad de los tipos de interés, un factor de gran importancia en la aceleración que la innovación financiera experimentó en los años ochenta fue el déficit público. Esta incidencia se produjo a través de una vía directa (la creación de instrumentos de financiación del déficit) y de otras más indirectas, entre las que destacan: la presión que ejerció sobre las características concretas de la instrumentación de la política monetaria; el sesgo favorable a las necesidades financieras del sector público que impulsó sobre el proceso de liberalización de tipos y coeficientes y sobre la reforma fiscal de los activos financieros, y, finalmente, las reacciones

que estos hechos suscitaron en las instituciones financieras y en la demanda de activos financieros por parte del público.

3. Las innovaciones financieras generadas por el sector público han sido las que han provocado alteraciones de carácter más permanente en los balances de los agentes económicos. Por su parte, muchas de las numerosas innovaciones creadas por las entidades bancarias han tenido un carácter coyuntural, derivado de su mejor adaptación temporal para eludir la regulación fiscal y de coeficientes.

4. La innovación financiera se ha traducido en un aumento muy considerable, aunque desigual, de la sensibilidad de los activos y pasivos bancarios a las variaciones en los tipos de interés. El incremento de los flujos interbancarios ha actuado, en este sentido, en ambos lados del balance. Sin embargo, la proporción de pasivos con estas características captados de los ahorradores privados ha sido superior a la proporción de sus activos no interbancarios que incorporan innovaciones, tendentes a reflejar, más rápida y exactamente, las alteraciones de los precios en los mercados monetarios.

5. La innovación financiera se ha caracterizado en España por una rápida expansión de los flujos instrumentados a través de títulos negociables. La mayor parte de esta expansión se ha debido a las emisiones públicas y en menor medida a las instituciones financieras; los títulos negociables emitidos por el sector privado han registrado un crecimiento mucho menor.

6. La desintermediación promovida por las innovaciones financieras ha sido, hasta el momento, de menor magnitud. Las instituciones han tomado un papel crucial en la canalización de flujos del sector privado hacia las administraciones públicas y en la propia financiación del sector privado. Sin embargo, su actividad de intermediación ha tomado características diferentes, que implican la aceptación de reducciones de su margen para determinadas operaciones, en lo que podría denominarse una desintermediación «cualitativa».

7. Acontecimientos recientes, así como otros previsibles en el futuro próximo (culminación del proceso de liberalización de tipos de interés, reducción del coeficiente de inversión, cambio en los instrumentos de financiación pública y del control monetario, reforma del mercado de valores y progresiva liberalización del control de cambios hacen prever una posterior estabilización del ordenamiento financiero y fiscal. Ello, sumado a la consolidación de expectativas más

moderadas de inflación, debe traducirse en una remisión del ritmo de creación de nuevos instrumentos financieros diseñados para el aprovechamiento de lagunas legales, mientras que cabe esperar el desarrollo de otros, destinados a la cobertura de riesgos de tipos de interés y de cambio (*swaps*, futuros, opciones). Otras manifestaciones visibles de la innovación financiera podrían surgir de las alteraciones en la estructura de oferentes de servicios financieros: ampliación de la gama de servicios provistos por las entidades bancarias y entrada en las actividades hasta ahora reservadas a éstas de otros intermediarios financieros y de empresas no específicamente financieras.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- AKHTAR, M. A. (1983): «Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: an International Perspective», *BIS Economic Papers*, núm. 9.
- BANCO DE ESPAÑA (1984): *Informe Anual*, págs. 114-122.
- (1985): *Informe Anual*, págs. 126-133.
- BINGHAM, T. R. G. (1985): *Banking and Monetary Policy*, OCDE.
- CORRIGAN, E. G. (1984): «US bank deregulation: The longer-term consequences», *The Banker*, agosto, págs. 21-33.
- FFORDE, J. (1983): «Competition, innovation and regulation in British Banking», *Bank of England Quarterly Bulletin*, septiembre.
- OCDE EXPERT GROUP ON BANKING (1985): «Trends in Banking in OCDE countries», DAF/ME/B/85.3.
- SILVER, W. C. (1983): «The Process of Financial Innovation», *American Economic Review*, 73, págs. 89-95.
- SUZUKI, Y. (1986): «A Comparative Study of Financial Innovation, Deregulation and Reform in Japan and the United States», *BOJ Monetary and Economic Studies*, vol. 4, núm. 2, págs. 147-159.
- TOBIN, J. (1985): «Financial Innovation and Deregulation in Perspective», *BOJ Monetary and Economic Studies*, volumen 3, núm. 2, págs. 19-29.
- VAN HORNE, J. C. (1986): «An Inquiry Into Recent Financial Innovation», *Kredit und Kapital*, 19, págs. 453-471.
- VITAS, D. (1985): «How Far is the U.S. Ahead in Financial Innovation?», *The Banker*, mayo, páginas 47-53.

NOTAS

(*) Este artículo es una versión revisada del publicado, con el mismo título, en el *Boletín Económico del Banco de España*, mayo 1987.

(1) Véanse, a este respecto, Silber (1983), Suzuki (1986), Van Horne (1986).

(2) Abundan en la literatura descripciones similares de las causas y de los efectos de la actual corriente de innovaciones financieras. Exámenes más detallados aparecen en Akhtar (1983), Bingham (1985), OCDE (1985).

(3) A finales de 1986, su magnitud era superior a la de 1982, y para la banca, superior a la de 1977. Posteriormente,

se ha operado una reducción de doce puntos en el coeficiente de inversión. Aunque a mediados de 1987 el coeficiente de caja se elevó en un punto y medio, tras su reducción, en un punto, a fines del pasado año, se espera que disminuya progresivamente.

(4) Debe destacarse, sin embargo, que de este importe se excluyen las acciones de empresas no financieras en poder de familias y empresas, dato que no es conocido.

(5) Véanse *Informes Anuales del Banco de España*, 1984, págs. 120-122, y 1985, págs. 118-123.

(6) A este respecto, véanse, por ejemplo, Fforde (1983), Corrigan (1984), Tobin (1985), OCDE (1985), Vittas (1985) y Suzuki (1986).

LA BANCA ESPAÑOLA Y LA INNOVACION

Carlos GORRIA CORTAZAR

A la hora de preparar este artículo se me plantearon diversas alternativas de desarrollo dada la amplitud del tema, y ello porque el concepto de innovación tiene múltiples acepciones. Creo, por tanto, que merece la pena detenerse previamente a explicar qué entiendo yo por innovación.

En primer lugar, me gustaría dejar claro que, desde mi punto de vista, la identidad entre innovación y lanzamiento de nuevos productos es un concepto excesivamente estrecho, porque no contempla sino uno entre múltiples campos. Por contra, yo entiendo la innovación como las acciones que desarrolla una empresa para conseguir ventajas competitivas —a poder ser estables— en su mercado, frente a sus competidores. Y si esto es así, el campo de los nuevos productos no constituye sino una parte de las amplias posibilidades de innovación que tiene una empresa. Porque las posibilidades de innovación están en la comunicación de la utilidad de un producto —¿qué mayor innovación que la de los fabricantes de relojes que han conseguido en diez años que el reloj pase de ser una máquina de medir el tiempo a convertirse en un artículo de vestuario?—, y existe innovación en la definición del cómo vender —¿no fue tremendamente innovadora la creación de figuras como el *product-manager* o el *market-manager*?— o en el planteamiento del canal de distribución —y de esto, en nuestro mundo financiero, tenemos magníficos ejemplos, como luego tendremos ocasión de comentar— o, en fin, ¿no es innovación la modificación de la misión de una empresa? Porque, para mí, la afirmación de Winston, cuando era presidente del City, diciendo que lo que ellos hacían era traficar información es un ejemplo muy acertado de lo que es innovación.

Y es con este esquema con el que voy a enfrentarme a este trabajo, esquema que es espe-

cialmente aplicable a nuestro mundo financiero porque, de hecho, nuestro mundo financiero está sujeto a múltiples cambios que exigen nuevas respuestas, en los campos más diversos, respuestas innovadoras.

Por tanto, no es mi intención analizar únicamente las nuevas actividades y/o productos que están siendo lanzados por la banca española, sino que pretendo, partiendo de esos hechos, analizar las implicaciones de fondo que éstos tienen en nuestra estrategia. Para ello analizaré, en primer lugar, tres líneas de innovación clásica, cuales son los nuevos instrumentos de financiación y cobertura, la internacionalización del mercado interior y la comercialización de seguros. En base a este análisis, me propongo reflexionar, en la segunda parte de mi trabajo, sobre el efecto que estos desarrollos tienen en la definición de la misión de las distintas entidades, su incidencia sobre una nueva aproximación al mercado y, en fin, sus repercusiones en el canal de distribución.

APARICION DE NUEVOS INSTRUMENTOS

Con este esquema, el primer punto de innovación que pretendo analizar es el relacionado con los nuevos instrumentos de cobertura y financiación. En efecto, difícilmente se puede hablar de innovación en banca si no se toca el mundo del *macrobanking*. Y aunque no pretendo aquí hacer un análisis de los nuevos instrumentos —entiendo que otros trabajos se encargan de este tema—, sí me gustaría hacer un rápido repaso a su introducción en España.

Como es sabido, desde 1980 estamos asistiendo en los mercados financieros internacionales a un desarrollo espectacular de nuevos instrumentos de financiación y de cobertura. Las razo-

nes de este esplendor han sido muy diversas, y van desde la relajación del marco legal hasta la experiencia sudamericana, pasando por la necesidad de neutralizar la volatilidad de riesgos de tipo y cambio. Razones que se han visto ayudadas por un favorable caldo de cultivo gracias a los tremendos avances informáticos, sobre todo en el campo de las comunicaciones. Pero la cuestión es que tan sólo media década después del comienzo del proceso a gran escala nos encontramos con unos mercados financieros internacionales en los que:

- Numerosos productos, en su mayoría bajo la forma de «operaciones fuera de balance», han sido creados o han visto incrementarse fuertemente su volumen de negociación.

- Un número cada vez mayor de prestatarios, principalmente los de mejor rango crediticio, se han ido apartando del recurso a la financiación bancaria tradicional para recurrir directamente a las emisiones de títulos en el mercado primario.

- El volumen diario de transacciones se ha multiplicado y ha aumentado en gran medida la movilidad de los capitales, incrementándose extraordinariamente la interrelación entre los diferentes mercados financieros nacionales.

Este fenómeno, promovido por los bancos americanos, también ha llegado a nuestro país, si bien en España su desarrollo se ha encontrado con algunos escollos, entre los que destacaría tres como principales:

- La estrechez del mercado, que no es lo bastante amplio como para generar, en número suficiente, las oportunidades de arbitraje en que se basan la mayor parte de los nuevos instrumentos financieros.

- La financiación del Tesoro que, a través de sus propias emisiones (pagarés del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y letras del Tesoro), puede llegar a saturar los mercados, dejando muy poco espacio para otros instrumentos financieros.

- Y, en tercer lugar, la rigidez del marco jurídico nacional, que no se adecúa a los requisitos de gran parte de esos nuevos instrumentos, los cuales han sido diseñados de acuerdo con normativas legales mucho más liberales.

Ahora bien, estos frenos han influido, sobre todo, en los instrumentos de cobertura (*swaps*, *FRAs*, *caps*, *floors*...), donde, por contraposición al extranjero, el avance ha sido casi nulo, y donde las pocas operaciones que se han realizado

han respondido más a razones de prestigio que a razones de rentabilidad.

Sin embargo, en el mundo de la financiación los avances sí han sido notables, y así los préstamos y créditos sindicados han tenido una gran evolución, ganando en flexibilidad y eficacia, y superando en el último año los 500.000 millones de pesetas, de los cuales dos tercios han correspondido a facilidades subastables (RUFs, NIFs...), lo cual es impresionante si se tiene en cuenta la corta vida, en nuestro país, de dichas modalidades. Y en el mundo de la renta fija, aunque las emisiones están siendo de corte bastante tradicional, también se están empezando a romper lanzas, y ahí está el ejemplo del lanzamiento del Banco de Bilbao con los Bonos Bolsa Telefónica. Y ahí está, también, el desarrollo de las operaciones de lanzamiento de empresas a Bolsa, las cuales, en el presente año alcanzarán casi 100.000 millones. Y téngase en cuenta que estamos contando la historia de un recién nacido que apenas tiene dos años.

Por tanto, ésa es una línea clara de avance y penetración de la innovación en España, en la que, sin riesgo de equivocarse, se puede predecir que asistiremos a unos tremendos desarrollos en el futuro. Dejo, no obstante, este tema aquí, aunque luego lo retomaré, porque, como veremos, este fenómeno tiene implicaciones profundas para las entidades, implicaciones que van más allá del florecimiento de una panoplia de nuevos productos.

LA INTERNACIONALIZACION DEL MERCADO

El segundo gran vector de la innovación es, sin duda, el de la internacionalización del mercado interior. Y a la hora de examinar este tópico me voy a centrar principalmente en el mundo de la economía particular, y ello porque el efecto que tiene sobre la empresa es más conocido y además está implícito, de alguna forma, en el punto anterior. Este aspecto es especialmente candente hoy, no sólo por la entrada de España en la CEE, sino porque desde 1985 estamos asistiendo dentro de la Comunidad a un renovado esfuerzo para revitalizar la idea de un mercado interior común que se plasmó en la realización del famoso *Libro Blanco* y en las reformas introducidas en el Tratado de Roma por el Acta Unica Europea. Desarrollos que, por contraposición a lo que tantas veces ocurre, no se están quedando en papel mojado, sino que están cumpliendo los calendarios previstos y a veces con adelanto, lo que unido a diversas medidas legislativas que

han liberalizado nuestro mercado, están teniendo, y van a tener aún más en el futuro, importantes implicaciones.

Así, la Comisión de las Comunidades está poniendo un énfasis especial en conseguir la libre circulación, a nivel comunitario, de los llamados «productos financieros», como las participaciones en instituciones de inversión colectiva, los créditos al consumo y los créditos hipotecarios; de forma que las entidades financieras de un país de la Comunidad puedan prestar sus servicios en todos los demás países miembros, tanto por medio del establecimiento en dichos países como desde su propio país de origen. Con ello, la capacidad de elección por parte de los clientes y usuarios de los servicios financieros se amplía notablemente.

Pero quizá donde más evidentes sean los efectos para los particulares de la creciente liberalización e integración de la economía española con la comunitaria sea en el campo de los flujos financieros hacia y desde el exterior. Y así, aunque las posibilidades del inversor particular español de colocar sus ahorros en el extranjero cuenten aún con limitaciones —limitaciones que, por otro lado, desaparecen en el año 1990, excepto para los movimientos de capital a corto plazo—, hay que reconocer que las últimas medidas legislativas han ampliado notablemente dichas posibilidades y existe una demanda latente, porque, de hecho, en cuanto se ha liberalizado la adquisición de valores extranjeros que coticen en Bolsa, los inversores españoles han recurrido a ello como forma de diversificación de sus colocaciones. Las estadísticas así lo demuestran. Sólo en los cuatro meses que siguieron a la liberalización de estas operaciones en noviembre de 1986 (RD de 7 de noviembre) se realizaron compras de títulos valores extranjeros por valor de 106.800 millones de pesetas.

No cabe duda de que dado el potencial de flujos existente, aun con las limitaciones actuales, éste podrá desarrollarse en la medida en que las instituciones financieras españolas logren un mayor conocimiento de los mercados financieros exteriores. Y en esta tarea tenemos una importante competencia por parte de bancos y entidades extranjeras, pero la banca española se está moviendo, y para sentirlo no hace falta sino echar una ojeada a las páginas publicitarias de los periódicos.

Ahora bien, al analizar este fenómeno de movimiento de capitales hay que ver las dos caras de la moneda, no sólo al inversor español invirtiendo fuera, sino también al inversor extranjero invirtiendo en España, porque también aquí

existen notables oportunidades de negocio para las entidades financieras, máxime teniendo en cuenta que las inversiones extranjeras de cartera en España han aumentado extraordinariamente en los últimos años, estimuladas por el buen momento de la economía y Bolsa españolas. Concretamente, en 1986 estas inversiones se cuadruplicaron, pasando de 120.000 a 500.000 millones de pesetas, y en los primeros cinco meses de 1987 ascendían ya las compras de valores por extranjeros a 482.000 millones de pesetas.

Y aquí, como es fácil observar, se abre —se está abriendo— ante nosotros todo un mundo de oportunidades que van desde la intermediación en el flujo hasta la custodia de valores, desde la asesoría y administración de fortunas hasta el desarrollo de instrumentos de inversión colectiva, porque en este mundo complejo que nos espera estos instrumentos de inversión colectiva van a tener un *boom*, ya que pasarán a ser la alternativa más segura y rentable para el pequeño ahorrador.

LA APERTURA A SERVICIOS PARAFINANCIEROS

Pero me gustaría destacar que las innovaciones dentro de la banca española no se están limitando al mundo financiero, sino que, trascendiendo este campo, están pasando a campos parafinancieros como medio de aprovecharse de las sinergias que se derivan de una amplia red de oficinas y de una extensa base de clientela. Y en este sentido se podrían poner múltiples ejemplos, tales como el *factoring*, el *trading*, la asesoría informática, etc. Pero a mí me gustaría detenerme en los desarrollos realizados en la previsión y comercialización de seguros, porque entiendo que éste es el campo estratégico más interesante y con mayores posibilidades futuras. Y en este sentido, a la hora de analizar cómo se está comportando la banca española dentro del mundo de la comercialización del seguro, yo distinguiría tres grandes líneas de actividad:

- Por un lado, el producto financiero clásico revestido de producto de seguro. El ejemplo de los seguros de prima única es tal vez el más claro. Creo que en este país el desarrollo de este campo ha sido francamente espectacular.

- Por otro, tendríamos los seguros que van ligados a la operación de riesgo. El ejemplo clásico sería el seguro que un beneficiario adquiere junto con una póliza de crédito. Entiendo que

en este campo ha habido entidades que han avanzado mucho. Y así, en el Banco de Bilbao, el 80 por 100 de los créditos al consumo están asegurados y prácticamente el 100 por 100 de los créditos vivienda.

- Finalmente, tenemos la comercialización de seguros de forma independiente y en particular los seguros personales. Obsérvese que, aun dentro de la línea del seguro, esta actividad supone un cambio cualitativo importante, una auténtica innovación. Este es un campo en el que, según mi previsión, vamos a asistir a un *boom* en los próximos años, ante el cual los grupos financieros de este país no pueden permanecer pasivos. Y esta previsión la baso en datos muy simples. El nivel *per capita*, en España, de primas de seguro de vida es de nueve dólares. En Europa este nivel se sitúa entre 150 y 200 dólares *per capita*. Asimismo, en Europa, entre un 20 por 100 y un 30 por 100 del ahorro de las familias se dirige a las primas de seguro de vida, mientras en España este porcentaje apenas llega al 1 por 100.

Creo, por tanto, que estamos ante un mercado con una demanda latente ante el que habrá, sin duda, buen número de entidades que entenderán que es muy apetitoso y en el que entrarán —están entrando ya— de forma muy agresiva en los próximos años.

EXIGENCIA DE ESPECIALIZACION Y SEGMENTACION

Ahora bien, llegados a este punto, me gustaría hacer un alto en el camino. Hasta ahora hemos visto algunas líneas de innovación dentro del mundo de la banca española, pero me gustaría dar un paso más, porque creo que debemos reflexionar sobre el significado profundo de esto. Es evidente que si hace tan sólo 15-20 años teníamos una situación de compartimientos estancos, en los que la banca industrial tenía como misión la financiación a largo, la banca comercial la financiación a corto y las cajas de ahorros el crédito hipotecario, y hoy, a la altura de 1987, estamos hablando de campos de actividad entonces inimaginables, aquí ha cambiado algo, no meramente cuantitativo, no meramente de adición de actividades, sino que el cambio es más profundo, el cambio incide en la misión de las entidades. Porque hoy, en mi opinión, no podemos hablar —y cada día esto será más cierto— de entidades financieras como un todo, sino que cada vez tendremos que hablar más de distintos tipos de entidades financieras en

función de las actividades que desarrollan y el tipo de clientes a los que se dirigen.

En efecto, los últimos años de desarrollo del mercado nos han enseñado que las entidades financieras no se dirigen a un único, sino a múltiples mercados. La sofisticación de las necesidades de la clientela ha mostrado que distintos tipos de clientes tienen diversas necesidades y, por tanto, exigen diversos tratamientos y distintos productos. La aparición de nuevas actividades lo que hace es agudizar este fenómeno y hacerlo cada vez más evidente. Y esto es un fenómeno acelerado porque la división de empresas y economía particular, que a principios de la década parecía todo un hallazgo, monopolio de las entidades más agresivas e innovadoras, hoy es ya poco operativa. Porque dentro de la empresa tenemos un alto número de segmentos que exigen tratamiento diferenciado. Y esto no afecta sólo a la organización de una entidad, sino que va más allá, y exige que cada entidad estudie si quiere o puede entrar en todos los segmentos de mercado o se va a especializar en alguno concreto. Pero es que, además, esto no es una cuestión teórica, sino que hoy ya nos la debemos plantear. Porque, por tomar el ejemplo más evidente, en este proceso nos encontramos con que la muy gran empresa ya no necesita a la banca para las actividades tradicionales, como es la financiación. La necesita para otras cosas, para otros campos muy sofisticados, tales como los *swaps* y demás instrumentos de cobertura. Pero, claro, para que un banco le sea útil a la empresa en esa línea de actividad necesita, por parafrasear al editorial de *The Economist* de septiembre de 1987, contar en su plantilla con maestros y no hombres vulgares. Y tan sólo esa exigencia hace que no sean muchas las entidades que puedan llegar a ejercitar esa actividad. No todos nos podemos dedicar a todo.

Pero esto no ocurre sólo en la empresa. También ocurre en la economía particular. La banca extranjera nos ha enseñado cómo es posible trocear un mercado maduro dirigiéndose a unos segmentos concretos en los que pueden alcanzarse ventajas competitivas. Y éste es sólo el comienzo del camino. Porque antes, al hablar de la internacionalización del mercado interior, he dado algunas cifras que mostraban el enorme potencial de negocio derivado de las inversiones mobiliarias de españoles en el extranjero y viceversa. Pero para entrar en ese negocio se requiere conocimiento, se requieren medios humanos y materiales de alta sofisticación, y en esta actividad tenemos una muy fuerte competencia de entidades no financieras, de *brokers* y *dealers* independientes que tienen un gran co-

nocimiento de estos mercados. Y ésta es ya hoy una realidad. Ante esta realidad, las distintas entidades tienen que hacer un análisis cuidadoso de su posición estratégica y responder no de forma retórica, sino de modo real, a qué segmentos se quiere dirigir y a qué actividades dentro de cada segmento.

Este es un proceso de definición que, por lo menos en nuestra opinión, ya se está dando de alguna manera porque lo estamos notando en el mercado. Pero tengo mis dudas de si en la banca española se está reflexionando de forma suficiente sobre su trascendencia, y esto puede ser peligroso, porque, como decía un prestigioso militar, la elección del campo de batalla es una decisión fundamental para ganar la guerra.

Ahora bien, al comienzo de este artículo comentaba que el proceso de innovación no debe circunscribirse al mundo de los nuevos productos, y hasta ahora hemos visto cómo la aparición de nuevas actividades no tiene sólo una influencia tradicional, sino que además influye en la misión de la empresa. Pero es evidente que el proceso no termina aquí. Es indudable que el proceso debe continuar porque, al final, todas estas actividades se deben acercar al cliente de forma óptima, y en este acercamiento también se han dado, y se van a dar, fuertes esfuerzos innovadores. Dentro de ellos, yo distinguiría dos hitos fundamentales: la consolidación del concepto de cliente y las reformas en el canal de distribución.

Hasta ahora hemos hablado de la necesidad —y en algunos casos realidad— de que las entidades financieras contemplen su negocio orientado a un mercado cada día más poliforme en sus necesidades, en sus actividades y en su estructura. Cada segmento de mercado es un negocio que debe ser analizado de forma separada y en base a este análisis definir las estrategias a seguir. Pero es que, además, debemos dar más pasos, y esta aproximación conceptual al mercado debe ir acompañada de una práctica diaria que se base en contemplar al cliente como un todo y no como receptor de productos independientes. Esto no es una aproximación teórica, sino la base indispensable para el desarrollo de una estrategia de la venta cruzada (desarrollo que debe contemplarse como estrategia para el incremento del volumen de negocio, siendo asimismo la mejor defensa ante los *new-players*). Tomemos, pues, el caso de las economías particulares, que es el que tenemos más cercano.

Decía que la venta cruzada es el único medio de mejorar nuestros volúmenes de negocio. En

efecto, en España, hoy, el 98 por 100 de los españoles están bancarizados. Por tanto, por el aumento de base de clientela no pueden venir —a nivel de sistema— sino por incrementos meramente vegetativos del volumen de negocio. Y esto representa un auténtico reto para la banca española, porque la situación actual es bastante primitiva. Así, estudios de mercado realizados indican que dentro de las economías particulares hay casi un 50 por 100 de clientes que utilizan como máximo caja y un producto, y no llegan al 10 por 100 los españoles que utilizan más de cuatro productos bancarios. Pues bien, el incremento del número de productos de consumo *per capita* es el único medio para tener incrementos sustanciales de negocio en el medio plazo. Y esto difícilmente puede hacerse sin tener una información y una organización para la gestión que pivote sobre el cliente y que no considere a éste como mero receptor de productos independientes.

Por otro lado, tal y como muestra la experiencia internacional, la venta cruzada es, para las entidades bancarias el mejor medio para hacer frente a los nuevos competidores que, especializándose en productos —el ejemplo de Merry Linch es el más utilizado—, pueden hacer mucho daño. Porque con la venta cruzada, el hecho de que cada cliente utilice un alto número de productos, es el mejor medio de vincularle a una entidad.

Pero este camino no es fácil, porque exige una buena información, unos esfuerzos de promoción *ad-hoc*, unos planteamientos coherentes en el patio de operaciones y una asignación clientes/gestores en la red de oficinas. Y exige también una adecuación de la promoción, con inclusión de técnicas nuevas de ventas, tales como la gestión telefónica. Y exige, en fin, un replanteamiento del tipo de información de tipo contable que se remite al cliente.

Y digo que no es fácil desde la experiencia, porque en nuestra organización llevamos años trabajando en el tema y, ciertamente, no resulta fácil cambiar las tradicionales formas de hacer y tampoco resulta fácil homogeneizar sistemas en más de mil tiendas; pero desde nuestra experiencia estamos seguros que este esfuerzo merece la pena y nos sentimos satisfechos de los resultados que estamos alcanzando. Y esto es también innovación, innovación que exige un gran esfuerzo, pero que entra en el campo estructural, en el cual las ventajas competitivas se hacen más difícilmente imitables y, por tanto, son más estables.

EL CANAL DE DISTRIBUCION

Ahora bien, la exigencia de innovación no se queda aquí, sino que necesariamente va más allá, porque no basta con crear productos ni con definir a quién se los queremos vender; porque, al final, la decisión más complicada es definir cómo llegar al cliente. Y con esto topamos con los canales de distribución, donde también existen claras muestras de innovación como no podía ser menos. Y quiero advertir que, a la hora de tratar este punto, y aun admitiendo el tremendo impacto de la tecnología, me gustaría centrar mi atención en la nueva concepción que requiere la oficina tradicional. Esta elección no responde a que entienda que la influencia de la tecnología en el canal no es importante —que me parece que lo es y mucho—, sino a que tal vez el otro tema —la concepción de la oficina— sea menos tratado normalmente.

En efecto, la influencia de la tecnología en nuestro canal de distribución, con el desarrollo de toda la parafernalia de autómatas, desde los ATMs a los *cash-dispensers* pasando por los TPVs y el *home-banking*, es una realidad que hoy la estamos viviendo y sobre la cual cada uno tenemos nuestras propias ideas. En cualquier caso, la innovación aquí sí ha sido importante en la banca española, ya que se ha trascendido el campo de la dispensación para llegar, ya hoy algunos bancos lo tienen, al campo del autoservicio financiero, donde contemplar operación de crédito en régimen de autoservicio no es ninguna utopía, dados los actuales desarrollos de técnicas de *scoring*. Pero en este campo quiero apuntar simplemente, desde mi perspectiva, que tal vez estemos todos nosotros utilizando la introducción de la tecnología como un arma competitiva a corto plazo de forma excesiva, olvidándonos del medio y largo plazo, y temo que este comportamiento conlleve redundancias y, por tanto, costes superfluos de los que algún día nos arrepintamos. Y tal es el caso de la utilización competitiva que estamos haciendo todos de los terminales punto de venta, pero, en fin, éste es un aspecto sobre el que no me gustaría detenerme ahora por ser demasiado coyuntural. Sólo indicar que en la utilización de la tecnología hay una cosa que debe evitarse y es confundir los medios con los fines.

Pero lo que sí es importante, como objeto de reflexión, es el análisis del efecto que la poliformidad de productos y mercados está teniendo en nuestro canal de distribución oteando por dónde van las líneas de futuro. Y para analizar este aspecto nada mejor que hacer un poco de historia.

Como es sabido, la instrumentación de una estrategia de distribución exige definir qué productos deben ser comercializados, a qué grupos o segmentos de clientela y a través de qué canales. En España, hasta hace tan sólo diez años, la respuesta era muy evidente. En efecto, si los productos respondían a necesidades de mercado y éstas eran muy primarias e idénticas para todos los grupos de clientes, la respuesta era que todos los productos se dirigían a todos los clientes a través de todas las oficinas. Esta concepción, además, exigía un canal cuantitativamente muy amplio, ya que debía satisfacer las necesidades de proximidad física de los clientes de más amplia base.

Ahora bien, en los últimos años se ha dado la ruptura de este ecosistema. Las razones son evidentes con lo que ya hemos comentado hasta ahora; pero con objeto de centrar el tema las resumiría en los siguientes grandes grupos:

- * Las necesidades financieras de la clientela se sofistican a ritmo progresivo. Aparecen, como hemos visto, grupos de clientes con necesidades muy diferenciadas entre sí, por lo que en principio se rompe la relación anterior de todos los productos a todos los clientes.

- * Lo anterior pone de manifiesto una ampliación muy notable del rango de valor añadido entre los distintos productos, lo cual queda más claro con la incorporación de la tecnología, que trivializa algunos productos hasta límites increíbles. Esto, ya de por sí, hace que la unión de todos los productos para todos los canales deba ser puesta en cuestión.

- * Pero es que, además, los *new-players* son conscientes de esta evolución y entran «troceando», segmentando el mercado, y aprovechándose de la tecnología al uso, diseñan canales óptimos desde el punto de vista de coste para los segmentos y productos concretos a los que quieren dirigirse.

En definitiva, resulta evidente que el ecosistema anterior no puede mantenerse, y que se requiere un análisis cuidadoso de qué productos se comercializan a través de qué oficinas, y ello no únicamente para productos altamente sofisticados. Y éste es un trabajo arduo porque exige, en primer lugar, tener ideas claras sobre el proceso a nivel global; pero requiere también un trabajo *in situ*, de cada punto de venta en el que se analicen las características del mercado que atiende, su potencialidad y la posibilidad de que ciertos mercados —como, por ejemplo, la empresa— sean tratados desde esa u otra oficina cercana. Y este análisis individualizado ayuda,

además, a detectar oficinas marginales y a racionalizar, en definitiva, el canal de distribución, que en los momentos actuales es el más tupido de Europa, con las consiguientes cargas en los costes operativos de las entidades. Este camino hacia la racionalización y especialización de la red debe recorrerse con prudencia, sin precipitaciones; pero cuanto antes lo comencemos, mejor. En el caso del Banco de Bilbao, llevamos ya dos años trabajando en este sentido y nos hemos fijado dos etapas de desarrollo, la primera de las cuales la concluiremos a finales del año 1988. Esta evolución se me antoja también de enorme importancia porque, de nuevo, entramos en aspectos estructurales. Sin embargo, y a pesar de su importancia y por razones que a continuación explico, no voy a profundizar en este punto. En cualquier caso, no he resistido la tentación de tocarlo, siquiera sea a modo de

apunte, dada la importancia estratégica que le concedo. Entiendo que el señor Ballarín trata el tema *in extenso* en este mismo número y a su trabajo me remito para evitar reiteraciones.

Y con esto concluyo. He pretendido repasar algunos hitos importantes del proceso de innovación en la banca española. No ha sido mi intención recoger todos y cada uno de los campos innovadores a modo de lista de cambios, sino más bien profundizar en los efectos últimos que estos cambios tienen en nuestras entidades, en nuestra misión, en nuestra organización y en nuestro canal de distribución. Tampoco he pretendido dar recetas, cada entidad ha de analizarse a sí misma de forma muy cuidadosa y sería una petulancia por mi parte dar consejos, sino simplemente abrir áreas de reflexión y posible debate.

LAS CAJAS DE AHORROS ANTE LA INNOVACION FINANCIERA

Juan R. QUINTAS

I. INTRODUCCION

Mi aportación a este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* consistirá en analizar esquemáticamente la actitud de las cajas de ahorros españolas ante el fenómeno de la innovación financiera a lo largo de la última década.

Por tanto, el enfoque que habré de adoptar será necesariamente diferente de los que articulan el contenido de la mayoría de los restantes trabajos. En lugar de describir el «paisaje» de la innovación financiera (sus fuerzas motrices, los productos singulares en que se ha materializado, su impacto sobre los distintos mercados financieros, etc.) investigaré la actuación en tal escenario de un agente concreto: las cajas de ahorros españolas.

Este cambio de referencia (la conducta de una institución en lugar del fenómeno de la innovación) tiene consecuencias notables respecto al criterio de selección de contenidos: el énfasis no ha de estar ya en el análisis de los productos más novedosos ni en la identificación de sus creadores y primeros oferentes, sino, fundamentalmente, en los cambios experimentados por la oferta de productos y servicios de las cajas de ahorros españolas (la «innovación en las cajas») a lo largo de la última década.

Por ello, entre dichos cambios, junto a innovaciones en las que las cajas han actuado como pioneras o líderes dentro del sistema financiero español o como rápidas seguidoras de la iniciativa de otros agentes, figurarán otras que, pese a no reunir tales características, su importancia no es inferior a la de las primeras. En primer término, por su relevante contribución que supuso para el logro de los resultados alcanzados por las cajas en el período: resistir con éxito los ataques de una creciente competencia en sus mercados tradicionales y conseguir la ex-

pansión de éstos hacia nuevas áreas de negocio, manteniendo en todo momento una alta rentabilidad sobre activos medios. En segundo lugar, en tanto que la incorporación de aquellos productos a la gama ofrecida por las cajas constituyó un factor fundamental de la profunda transformación experimentada por estas importantes instituciones del sistema financiero, es también obligado reconocer a aquellas «innovaciones» como altamente significativas respecto de la modernización de este sistema.

Por el contrario, algunas innovaciones financieras de indudable interés por su significado para el sistema financiero en su conjunto, aquí ni siquiera serán citadas, al no haber sido incorporadas a la oferta de las cajas de ahorros. Obsérvese que tal hecho, en la mayor parte de los casos, no es reflejo de error ni significa demérito para estas instituciones, ya que dichas innovaciones no eran relevantes para la estrategia efectivamente seguida por las cajas durante el período.

En otras palabras, desde esta perspectiva, la de un concreto agente financiero, no se trata —o no debería tratarse— de tener los productos más nuevos y sofisticados ni de ser el primero en implantarlos, sino de adoptar en el momento adecuado, que puede no ser el del pionero (recuérdese el riesgo de canibalismo entre productos), aquéllos que contribuyan a crear o mantener una ventaja competitiva sostenible a medio plazo. La innovación es un elemento necesario para el éxito a largo plazo, pero ni es suficiente (pues otras dimensiones también necesarias del éxito son el ajuste de los recursos, estructuras organizativas, sistemas de dirección, cultura organizativa, recursos humanos, etc.) ni toda innovación es conveniente (dependiendo de su oportunidad en el marco de la evolución del entorno y de su coherencia con la visión o estrategia corporativa).

Así, para poder valorar el proceso de intensa innovación desarrollado en las cajas de ahorros españolas durante la última década, se examinará en primer lugar la evolución del entorno a lo largo del período de referencia para, seguidamente, revisar cuáles fueron las grandes opciones estratégicas que adoptaron aquellas entidades en relación con los mercados-objetivo y, consecuentemente, su implicación en el proceso de la innovación financiera española.

II. EVOLUCION DEL ENTORNO Y OPCIONES ESTRATEGICAS DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

Hasta la década de los años setenta, el entorno característico del negocio de las cajas de ahorros reunía la doble característica de «sencillez» y «estabilidad», de acuerdo con una tipología de los entornos posibles que los clasifica atendiendo, por un lado, a su nivel de complejidad, y por otro, a su dinamismo o ritmo de cambio. En el gráfico 1 se representa aquella situación inicial.

Sin embargo, a partir de los años setenta numerosos factores, estrechamente interrelacionados muchos de ellos, crean potentes corrientes de cambio en dicho entorno, que se convierten así en altamente dinámico.

No es éste el lugar apropiado para el análisis de dichos factores, pues tal tarea es propia de otros trabajos de este mismo número. Por ello,

me limitaré a recordar los más importantes, por simple enumeración de los mismos:

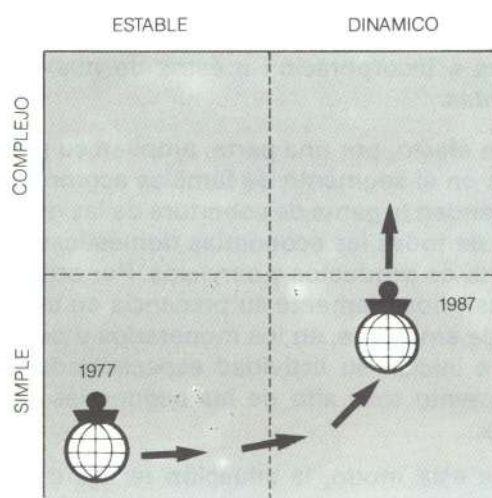
- las altas tasas de inflación;
- la severa recesión económica, anulando las expectativas de inversión, destruyendo la viabilidad económica de numerosísimas unidades productivas y afectando negativamente a la evolución de la renta familiar disponible;
- el déficit público, de gran magnitud, y creciente;
- la apertura al exterior de nuestra economía (con entrada de la banca extranjera);
- los nuevos competidores (financieros y extrafinancieros);
- la educación financiera de la clientela, con su mayor sensibilidad a los tipos de interés y acrecentada preferencia por la liquidez (derivada de la mayor incertidumbre);
- la desregulación, que en el período estudiado se inicia con el Real Decreto 2.290/1977, y se prolonga en un proceso discontinuo, y a veces contradictorio, regulado por las numerosas medidas relacionadas con las iniciativas generales de liberalización financiera desarrolladas a lo largo de la última década;
- el cambio tecnológico.

Las profundas alteraciones en el entorno derivadas de tales procesos significaron la apertura de múltiples posibilidades de futuros alternativos para las cajas al presentar ante ellas numerosas nuevas oportunidades y riesgos antes inexistentes. Las opciones realizadas (verdaderas decisiones estratégicas) dieron lugar a la progresiva alteración del entorno en su dimensión de «grado de complejidad».

En efecto, en buena medida, los cambios experimentados por el entorno no obligaban, sino que permitían (recuérdese, por ejemplo, el contenido del ya citado Real Decreto 2.290/1977), la modificación o ampliación del negocio típico de las cajas. Si éstas se hubieran inhibido ante las nuevas oportunidades, el entorno de las cajas en la última década hubiera sido del tipo «simple/dinámico» y, desde luego, la actitud de las cajas ante la innovación financiera, sus propias características internas y su papel en el sistema financiero español serían hoy considerablemente diferentes de los que en la actualidad podemos observar.

En 1977 las operaciones de pasivo de las cajas de ahorros españolas se centraban en la captación de ahorros de las economías domésticas de niveles bajos y medios. Por otra parte, la financiación ofrecida por las cajas era preferentemente a medio y largo plazo (especialmente vivienda) y muy estrechamente vinculada a los

GRAFICO 1
EVOLUCION DEL ENTORNO 1977-1987



CUADRO NUM. 1
IMPORTANCIA RELATIVA DE LOS DISTINTOS MERCADOS EN EL NEGOCIO
DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

<i>Mercados</i>	<i>Importancia relativa</i>	
	<i>Antes de 1977</i>	<i>Última década (tendencia)</i>
I. Institucional	XX	XX
II. Empresas		
II.1 Grandes empresas	—	X
II.2 PYME	X	XX
III. Economías domésticas		
III.1 Status A	—	X
III.2 Familias acomodadas	X	XX
III.3 Familias no acomodadas	XXX	XX
III.4 Familias campesinas	XXX	X
III.5 Jubilados	XXX	XX
IV. Mercados monetarios y de capitales	X	XX

mismos segmentos de economías domésticas antes citados. Por el contrario, su negocio en el segmento de empresas era muy débil, como consecuencia de las limitaciones operativas, que ni siquiera les permitían descontar papel, ciñendo su operatoria a lo dispuesto en la Ley de Bases de 1962 (créditos a empresarios agrícolas, artesanos, pequeñas empresas). Adicionalmente, existía una interesante relación con el segmento institucional (especialmente las corporaciones locales) y una presencia tradicional en la Bolsa.

En el cuadro núm. 1 he utilizado una adaptación, notablemente simplificada, de la segmentación del mercado global que utilizamos en Caixa Galicia para poder representar, al menos cualitativamente, la importancia relativa de los distintos mercados en el negocio total de las cajas de ahorros españolas al comienzo y al final de la década estudiada.

Con la publicación del Real Decreto 2.290/77 se amplió notablemente la libertad operativa de las cajas, equiparándolas con la banca. Autorizaciones como las del descuento de efectos comerciales o de operaciones de comercio exterior permitían —que no imponían— la decisión de extender a nuevos negocios el campo de su actividad.

Dependiendo de su opción estratégica respecto de mercados-objetivo, tres eran las alternativas de futuro potencialmente abiertas:

- 1) Mantenimiento de su concentración en los mercados tradicionales.
- 2) Desplazar el énfasis hacia el mercado de empresa, tomando como modelo de futuro la actividad típica de la banca.
- 3) Diversificación a partir de su mercado tradicional, manteniendo, por una parte, la orienta-

ción hacia el mercado de economías domésticas, pero alterando la atención relativa dispensada a sus distintos segmentos y ampliando la gama de productos y servicios, en tanto que, por otra, su campo de actividad se extendería selectivamente al sector empresas y a los mercados monetario y de capitales.

Esta última fue la estrategia más o menos planificadamente seleccionada por el conjunto de las cajas de ahorros españolas. En el ya presentado cuadro núm. 1 se resume esquemáticamente el resultado de esta gran opción:

En la situación previa a 1977, como ya se dijo, el mercado objetivo se concentraba en las economías domésticas de renta media y baja. Paralelamente, la actividad de las cajas abarcaba también el mercado institucional (corporaciones locales), estaba presente en la Bolsa y atendía parcialmente necesidades financieras de una parte de las familias acomodadas y de las PYME.

A lo largo de la última década, el mercado objetivo de las cajas se amplía poderosamente por *consolidación* de sus mercados tradicionales e incorporación a éstos de *nuevos segmentos*.

En efecto, por una parte, amplían su penetración en el segmento de familias acomodadas y extienden la gama de cobertura de las necesidades de todas las economías domésticas con su oferta de productos y servicios. Por otra, intensifican notablemente su presencia en el mercado de empresas, en los monetarios y de capitales e inician su actividad especializada con el segmento más alto de las economías domésticas.

De este modo, la situación refleja una clara tendencia de cambio en la importancia relativa de cada uno de los segmentos del mercado-ob-

jetivo de las cajas: los mercados tradicionales, pese a la extensión de la gama de operaciones, han perdido peso por la gran expansión realizada en los nuevos mercados, fundamentalmente el correspondiente al segmento «familias acomodadas» y «PYME». Existe una probable excepción, la del mercado institucional, en el que la incorporación de nuevos clientes (comunidades autónomas, por ejemplo) y la ampliación del tipo de servicios ofrecidos posiblemente le haya permitido mantener una importancia relativa similar a la que tenía diez años antes.

La fuerte intensificación de la actuación de las cajas en los mercados monetarios y de capitales (nacionales o internacionales) parece orientarse por objetivos específicos:

a) Mejorar su competitividad en los mercados de economías domésticas (cesión y venta de activos emitidos por otros agentes, operaciones con no residentes) y de empresas (financiación de exportaciones y operaciones de comercio exterior, cesión y venta de activos emitidos por otros agentes, así como participación en la propia emisión de títulos por las empresas).

b) Obtención, en condiciones normales, de flujos regulares de beneficio (por comisiones como colaboradores en la captación desinteresada de capitales, por plusvalías, etc.).

c) Capacidad de aprovechamiento de las oportunidades que puedan surgir de coyunturas especialmente favorables en uno u otro de dichos mercados mediante la adecuada —y prudente— intensificación temporal de su actividad en la correspondiente área de negocio.

La ampliación y profundización de los mercados-objetivo de las cajas de ahorros, al incorporar áreas de negocio de dispar naturaleza y creciente sofisticación, supuso la progresiva modificación del entorno relevante en su dimensión «complejidad», con lo que la evolución seguida por aquél a lo largo de la década 1977-1987 se puede representar tal y como ya se ha hecho en el gráfico 1.

Motor de tal trayectoria fue la intensísima innovación registrada en la gama de sus productos y servicios, cuyo contenido analizaremos en el siguiente apartado.

III. LA INNOVACION DE PRODUCTOS Y SERVICIOS EN LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

El término «innovación financiera» se puede utilizar con muy diferentes significados. El más

estricto de todos ellos limitaría su cobertura a la de las iniciativas más revolucionarias que marcasen nuevas sendas en los mercados financieros mundiales. Naturalmente, son muy escasas las entidades con potencial suficiente para gestar innovaciones de este tipo y, desde luego, no ya en las cajas de ahorros españolas, sino en todo el sistema financiero español, careceríamos de ejemplos de tal naturaleza. Un segundo nivel de demarcación sería el de considerar como innovaciones todas aquellas novedades que surgen en los mercados financieros de un país, aun cuando hayan sido creados primero en otro contexto nacional diferente. Este sería el criterio oportuno si nuestro tema fuese el del estudio de la innovación financiera en España; por el contrario, su utilidad sería muy escasa para el que motiva este artículo: en muy pocos casos han sido las cajas de ahorros quienes han dado el primer paso. Su papel, con frecuencia, ha sido el de imitadores, más o menos rápidos, de las innovaciones introducidas por sus competidores.

Realmente, para el análisis de la actividad innovadora de un agente concreto, el enfoque debe ser diferente, tal y como anticipaba en mis primeros comentarios, y debe descansar sobre los siguientes conceptos:

- Un «producto» se concibe como la combinación de una tecnología y un mercado y, por tanto, tiene dos dimensiones fundamentales.

- Un producto puede ser «nuevo» en una o ambas de esas dos dimensiones.

- «Innovación», a los efectos de un agente concreto, significa solamente que en su oferta no figuraba con anterioridad el producto en cuestión.

La innovación en las cajas de ahorros españolas se puede analizar así mediante una tabla de doble entrada (gráfico 2) en la que se contempla, en filas, el grado de innovación de los productos en su dimensión de «mercado», y en columnas, el relativo a la de «tecnología».

Lo expuesto en el apartado anterior da razón del significado de las tres filas que figuran en dicho gráfico: «(mercado) tradicional», «consolidación (de los mercados tradicionales)» y «nuevos mercados» (familias *status A*, empresas y mercados monetarios y de capitales). Por el contrario, los encabezamientos de las columnas (tecnología «inalterada», «mejorada» y «nueva») precisan una explicación adicional.

GRAFICO 2

CLASIFICACION DE LAS INNOVACIONES FINANCIERAS

DIMENSIONES DEL PRODUCTO		TECNOLOGIA		
		INALTERADA	MEJORADA	NUEVA
M E R C A D O S	TRADICIONAL			SUSTITUCION DE PRODUCTOS
	CONSOLIDACION		PERFECCIONAMIENTO DE PRODUCTOS	AMPLIACION DE LA GAMA DE PRODUCTOS
	NUEVOS		AMPLIACION DEL MERCADO	DIVERSIFICACION

Dado que los productos financieros, más que bienes físicos, son, con frecuencia, intangibles, y a veces solamente «ideas», el concepto de tecnología en nuestro sector es considerablemente más sutil y ambiguo que en la industria. En efecto, es cierto que existe una verdadera rama tecnológica (la tecnología de la información) en la base de nuestros productos, pero no es menos cierto que también hay un «saber hacer», unos conocimientos especializados, que, en último término, determinan las características «intangibles» de nuestros productos. Hablaremos así de una «ingeniería financiera» como segundo componente de la tecnología utilizada en el sector.

A partir de esta concepción de lo que entiendo en esta exposición por «tecnología», podemos ya distinguir, no sin un incómodo margen de ambigüedad, tres niveles en el grado de novedad de un producto o servicio financiero en su dimensión tecnológica.

El primero, «tecnología inalterada», corresponde, obviamente, a aquellos productos o servicios cuya tecnología no se distingue de la tradicional ni en los aspectos estrictamente tecnológicos ni en su dimensión de ingeniería financiera. En el segundo, «tecnología mejorada», se recogerán aquellas innovaciones cuyas características respondan a diseños de ingeniería financiera más sofisticados que los que poseen los productos tradicionales y/o tengan un nuevo soporte de tecnología de la información, sin que, en ningún caso, la «novedad tecnológica» en cualquiera de sus dos dimensiones suponga una «mutación» o cambio cualitativo de envergadura. Los nuevos productos que se distinguen por saltos tecnológicos de tal magnitud son los que se encuadrarán en el tercer nivel («nueva tecnología»). Como ejemplos ilustrativos de

esta última categoría se pueden citar la «libreta electrónica» o la iniciación por las cajas de actividades en el negocio de seguros, pues éstas exigen, obviamente, la utilización de expertos con un «saber hacer» (ingeniería financiera) significativamente diferente del que es típico del negocio estrictamente bancario.

Estudiemos ya, con ayuda del gráfico, la actividad innovadora de las cajas de ahorros españolas en el período 1977-1987. Las dos primeras filas recogen los resultados de sus esfuerzos para defender y consolidar sus mercados tradicionales y fortalecer la posición en la frontera de los mismos, las familias acomodadas. De las seis casillas comprendidas, es en las tres a las que se le ha asignado nombre («perfeccionamiento de productos», «ampliación de la gama de productos» y «sustitución de productos») en las que figuran los más importantes resultados innovadores de aquellos esfuerzos.

A lo largo del período de referencia, el mercado de economías domésticas experimentó una invasión en toda regla no sólo por la banca autóctona o extranjera, sino también por multitud de otras organizaciones (empresas de seguros o comerciales, Estado y organismos públicos, grandes empresas, Caja Postal, etc.) que inician o intensifican enormemente su actividad en dicho mercado.

Como consecuencia de esta creciente competencia y de la paralela experiencia ganada por los particulares (sensibilizados por las altas tasas de inflación), las cajas de ahorros se vieron empujadas a la renovación de su oferta de productos y servicios según pautas similares a las seguidas por sus competidores, correspondiendo la mayoría de tales innovaciones a la casilla

titulada «perfeccionamiento de productos», dado el mayor nivel de ingeniería financiera que incorporaba su diseño frente al de los productos típicos del período anterior a 1977, sin que, sin embargo, se apreciase en ellos un «salto tecnológico».

De este modo, en la oferta de las cajas surgen instrumentos de depósito altamente líquidos a tipos de mercado, se utilizan tácita o explícitamente los pactos de recompra, se recurre a los tipos variables en los instrumentos a largo plazo y se establecen períodos de maduración más breves. Se observa también en la evolución del contenido de aquella oferta el rápido auge y declive de muchos nuevos productos, como reacción de las cajas, al igual que otros agentes financieros, frente a las sucesivas modificaciones del ordenamiento financiero (coeficientes obligatorios) y fiscal (tributación directa de los rendimientos de los activos financieros o imposición indirecta), y ante las cambiantes oportunidades de eludir el costo de intervención de los fedatarios públicos. Finalmente, al igual que la banca, ante el fenómeno de la desintermediación, las cajas optaron por participar activamente mediando en la relación presuntamente directa emisor-economía doméstica.

En concreto, en la casilla «perfeccionamiento de productos» encontraríamos el resultado de las actividades de:

- Emisión de activos a tipos competitivos (singularmente las letras y efectos de propia financiación y los títulos hipotecarios, así como los bonos de tesorería, los AFROs y, aunque nacidos con anterioridad, la difusión de los certificados de depósito).

- La colocación y cesión temporal de activos (públicos y privados, destacando, naturalmente, los títulos del Tesoro y los pagarés de empresa).

- Los préstamos de vivienda a interés variables.

Nacida de una necesidad diferente a la de la presión competitiva, la emisión de deuda subordinada, vinculada al problema de la ampliación de los recursos propios, debería incluirse también en esta misma casilla por la relativa novedad de su diseño.

Por el contrario, dos nuevos productos de las cajas, de origen y finalidades enteramente similares a los anteriores, pertenecerían por su grado de novedad tecnológica a la casilla de «ampliación de la gama de productos». Me refiero, por una parte, a las operaciones de seguro de prima única (cuya ingeniería financiera se enraíza en

el área de los seguros), y por otra, a las cuentas del mercado monetario (en las que la tecnología de la información posibilitaba la elusión de la limitación de tipos en depósitos a la vista). Con mucha mayor justicia, a la denominación de esta casilla (al menos para la mayoría de las cajas) atribuímos sus nuevas actividades en el mundo de los servicios no estrictamente bancarios (fondos de pensiones y de inversión, seguros, e incluso viajes). En todos estos casos nos hallamos ante una profundización del mercado de las economías domésticas que supone la explotación más o menos sistemática de una amplísima base de clientela, bien por la utilización de las transacciones bancarias como magnífico punto de apoyo para la venta cruzada de otros productos (en algunos casos estrechamente relacionados: préstamos y seguros, por ejemplo), bien por la creación de equipos comerciales específicos (de la propia caja o de una sociedad de su grupo) apoyados por la red de sucursales.

La tercera casilla, «sustitución de productos», recoge algunas innovaciones del período cuya naturaleza se corresponde muy estrechamente con la de los productos que las cajas venían ofreciendo con anterioridad a su clientela tradicional, aunque su instrumentación tecnológica aparece ahora radicalmente modificada para agilizar y abaratar estas operaciones masificadas. En primer lugar, se debe citar la asociación de la tarjeta de débito a las libretas de ahorro y cuentas corrientes para su utilización en los cajeros automáticos, expendedores de billetes y terminales en puntos de venta, pues aunque la introducción de aquellos cajeros es algo anterior al inicio del período estudiado, su difusión generalizada tuvo lugar a lo largo de él. En segundo lugar, y con análoga motivación, se incluyen experiencias más recientes, como lo son la libreta electrónica, las oficinas automatizadas y los préstamos instantáneos mediante PC en puntos de venta.

Así pues, las acciones dirigidas a la defensa y consolidación del mercado de economías domésticas dieron lugar a tres grandes conjuntos de innovaciones durante la década 1977-1987: las de automatización, orientadas a agilizar y abaratar las operaciones masificadas; las de perfeccionamiento de los instrumentos de remuneración de los fondos de la clientela y de financiación a la misma, motivadas por la presión de la competencia (bancaria y no bancaria) sobre la parte de las economías domésticas con mayor educación financiera, y finalmente, la extensión de la gama de productos y servicios hacia campos más o menos alejados del negocio bancario típico, buscando la explotación in-

tensiva de la base de clientes y la mayor vinculación de éstos como protección frente a los nuevos competidores.

Las tres restantes casillas no merecen comentarios tan extensos. La correspondiente al extremo superior izquierdo es, por definición, un conjunto vacío a efectos de la innovación. La que está a su derecha, correspondiente a reformulaciones de productos, no recogió ningún cambio de interés permanente, sino algunos productos de interés coyuntural, como los depósitos remunerados en especie. La última de estas tres casillas recogería aquellos productos tradicionales que, sin cambio en su tecnología, fueron potenciados a efectos de consolidar el mercado de economías domésticas. Al lado de iniciativas meramente promocionales (domiciliación de nómina con seguro de vida gratuito asociado) se podrían incluir los pasivos tradicionales (libretas, cuentas corrientes, IPF) con tipos de interés de mercado, resultantes de la liberalización de éstos durante el período y de la demanda de rentabilidad de las economías domésticas que constituyen la frontera de este mercado.

Examinemos ahora la última fila del gráfico. En ella se recogerán las innovaciones resultantes de los esfuerzos invasores de las cajas de ahorros sobre mercados antes débilmente explotados, entre los que el de empresas destaca de modo especial, aunque más adelante también me referiré a otros.

Si es cierto que en el mercado de particulares las cajas hubieron de enfrentarse a la presión creciente derivada de los esfuerzos de penetración por parte de otros tipos de agentes, en el de empresas las cajas son unidades verdaderamente invasoras por lo reciente de su activa presencia en el mismo.

La equiparación en operatoria con la banca, dispuesta por el Real Decreto 2.290/1977, abrió a las cajas la posibilidad de descontar efectos e iniciar con ello el desarrollo de su negocio en el mercado de empresas. Como consecuencia, se incorporaron, además del descuento, numerosos nuevos productos y servicios en la gama ofrecida por las cajas.

Conviene señalar que la ambición de los propósitos de las cajas no fue similar para los dos segmentos básicos de este mercado: las grandes empresas por un lado, y las PYME por otro.

En efecto, sus objetivos en el mercado de grandes empresas fueron relativamente modestos por constatar que existen factores objetivos que, por una parte, mantienen muy bajos los márgenes de la intermediación financiera de sus

operaciones, y por otra, crean una desventaja competitiva de las cajas frente a otros agentes en las operaciones típicas de la banca de negocios. En efecto, al primer hecho contribuyen el alto grado de educación financiera de esta clientela, su capacidad de acceder directamente a los prestamistas últimos y, en muchos casos, a la inversión y financiación en mercados extranjeros, así como el efecto combinado del descenso de la tasa de inflación con la reactivación del nivel de actividad económica, mejorando el *cash-flow* y reduciendo así su demanda relativa de financiación externa. En cuanto a las oportunidades de ingresos por comisiones generadas por operaciones de banca de negocios, la banca extranjera y otros agentes financieros especializados tienen ventajas comparativas sobre las cajas en virtud de su mayor experiencia, calidad y rapidez del servicio e incluso economicidad de tarifas.

Todo ello justifica que la actividad de las cajas respecto del segmento de grandes empresas parezca estar conscientemente limitada a la consecución de objetivos específicos, distintos del de la invasión generalizada de tal mercado:

a) Participar en la financiación de las unidades productivas de este tipo presentes en la correspondiente economía regional.

b) Complementar la capacidad inversora de las cajas en los mercados fundamentales o básicos (economías domésticas y PYMES).

c) Someterse al potente proceso de aprendizaje permanente que supone la presencia en un mercado altamente competitivo, en el que los concurrentes se distinguen por su mayor experiencia, capacidad innovadora y calidad y rapidez del servicio.

La situación en el mercado de empresas de tamaño medio y pequeño es muy diferente. Estas unidades no tienen fácil el acceso directo a los prestamistas últimos ni a los mercados financieros del exterior, y su nivel de educación financiera es muy inferior al que caracteriza a las grandes empresas. Por otra parte, las cajas tienen en este submercado una posición competitiva favorable frente a los antes citados como terribles competidores en el mercado de grandes empresas, gracias a factores tales como su accesibilidad, amplitud de la gama de productos y servicios, y existencia de relaciones previas. Como consecuencia, en el segmento de PYMES los objetivos de las cajas son de máximo nivel, por lo que este submercado fue, es y será fuertemente disputado por cajas y banca autóctona, al valorar ésta de forma similar sus oportuni-

des relativas respecto de ambos tipos de empresas.

Muchos de los nuevos productos incorporados a la oferta de las cajas en su estrategia ofensiva sobre el mercado de empresas supusieron, como el propio descuento, frente a los productos tradicionales, la incorporación de experiencias profesionales nuevas (motivando la captación de técnicos procedentes del sector bancario) y, con frecuencia, la utilización de tecnología de la información, aunque sin suponer en ambas dimensiones «tecnológicas» saltos cualitativos. Su encuadramiento, por tanto, debiera ser el de la casilla que hemos titulado «ampliación del mercado». Citemos, entre ellos, la gestión de cobro de efectos, los préstamos y créditos a interés variable, los préstamos sindicados y las cuentas de gestión de tesorería. La oferta de sistemas integrados de información al cliente podría incluirse también entre estos servicios. En todos ellos el patrón de la innovación en las cajas fue el de imitador de la banca nacional y extranjera.

Pero la entrada en los nuevos mercados supuso también la oferta de productos y servicios cualitativamente diferentes en su «tecnología» respecto de la de los productos tradicionales de las cajas, bien por implicar la entrada en nuevos tipos de negocio, bien por estar asociados a nuevas tecnologías de información, y por ello serán componentes del grupo de innovaciones a recoger en la casilla «diversificación».

El primer conjunto de estos productos lo forman aquellos que amplían la gama de productos financieros reseñada en la casilla anterior: *leasing* (ingeniería financiera específica), financiación del comercio exterior (salto cualitativo en el «saber hacer» y con soporte tecnológico específico: la sala de cambios). Un segundo conjunto viene dado por la colaboración con las empresas (así como con el sector público) en su captación desintermediada de fondos. En la casilla «perfeccionamiento de productos» he considerado anteriormente la vertiente de colocación de los correspondientes títulos entre las economías domésticas (como consolidación del mercado tradicional), aquí me refiero a la participación de las cajas en la propia emisión de títulos (aseguramiento, avales, etc.). El tercer grupo engloba a un conjunto de servicios cuya oferta inician las cajas como resultado de la transformación (jurídica o *de facto*) de algunos de sus servicios centrales en verdaderas unidades de negocio: informática, selección del personal, microfilmación, asesoramiento, etc. Finalmente, existen dos nuevos productos para el sector de empresas estrechamente ligados a la nueva tecnología

de la información: el *cash-management* y los TPV (contemplados ahora en su proyección hacia las empresas comerciales).

Pero la intensificación de la actividad de las cajas en mercados distintos de los tradicionales no se limitó a la invasión del de empresas. Por ello, en esta casilla también se podrían incluir nuevos productos derivados de la intensificación de la actividad de las cajas en otros mercados: la «gestión de patrimonios», pensada para las economías domésticas de renta alta, y la exposición de las cajas a toda la operatoria de los mercados monetarios y de capitales, como consecuencia de su creciente actividad en los mismos en tanto que posible fuente complementaria de beneficios.

En cuanto a la primera casilla de la fila que estamos comentando, su contenido se limita, en la práctica, a la extensión hacia el nuevo mercado de empresas de los productos y servicios que las cajas ya ofrecían en el mercado de economías domésticas.

Como resumen de todo lo anterior, se puede afirmar que las cajas han realizado a lo largo de la última década una impresionante modificación de su oferta de productos y servicios, tanto por *sustitución*, al menos parcial, de sus productos tradicionales, aprovechando la nueva tecnología de la información para abaratarlos y agilizarlos, como por su *perfeccionamiento*, buscando la consolidación en el mercado de las economías domésticas y la invasión del de empresas, y, finalmente, con estos mismos propósitos, por *ampliación de la gama de productos* que, al profundizar en la relación con su amplia base de clientes, las ha llevado a extender el campo de sus actividades hasta incluso rebasar, en algunos casos, el ámbito de los servicios financieros.

Las fuertes limitaciones operativas que discriminaban a las cajas a comienzos del período estudiado son la causa de que, en conjunto, su actividad innovadora tenga cuantitativa y cualitativamente una magnitud mayor que la de su más directo competidor: la banca autóctona.

En cuanto al perfil temporal del proceso de innovación en sus dos aspectos de «aceptación» (tiempo que transcurre hasta que un nuevo producto consigue un 10 por 100 de penetración en el sector) y de «rapidez de difusión» (tiempo necesario para que el producto sea utilizado por un alto porcentaje de entidades del sector) existe un estudio, realizado por Yolanda Polo, que, aunque se limita al examen de algunos productos básicos y el período de referencia sólo llega

hasta 1983, puede servir de adecuado punto de partida.

En función de los resultados de la encuesta base del citado trabajo, que a los efectos que nos interesan se resumen, con una ligera adaptación, en el cuadro núm. 2, la autora llega a la conclusión de que, por una parte, los bancos aceptan más rápidamente las innovaciones y que, por otra, en ellos también es mayor la velocidad de difusión. Existe, sin embargo, una excepción: la rapidez de difusión es más alta en las cajas cuando se trata de innovaciones de proceso productivo y, por tanto, también lo es para los nuevos productos asociados a tales modificaciones en los procesos; por ejemplo, la utilización de libretas y cuentas corrientes mediante tarjeta de débito en cajeros automáticos.

Parece que estas conclusiones son generalizables, *grosso modo*, al período y gama de productos que es objeto de esta exposición. Los nuevos productos clasificados en la casilla «sustitución» se han difundido con mayor rapidez en las cajas y, además, es probable que la misma aceptación sea superior en ellas para los más recientes (libretas electrónicas, oficinas automatizadas y préstamos instantáneos en PC en punto de venta).

Por el contrario, para la gran mayoría de los nuevos productos orientados a la consolidación o ampliación de mercados, es obvia la mayor aceptación y velocidad de difusión en la banca.

Es cierto que, como señalaba al principio de la exposición, en muchos casos se trata de un retraso deliberado, fruto del reconocimiento de que el nuevo producto canibalizará a otros que se asocian a mayores márgenes y que son utilizados por una amplia base de clientes, y por ello su aceptación sólo tiene lugar cuando resulta

obligada por la presión de competidores no sujetos a tales riesgos, al menos en la misma medida que las cajas.

Pero, sin embargo, también es obligado reconocer que, por regla general, la explicación es bien distinta y mucho menos satisfactoria: el factor de inercia ha sido tradicionalmente muy alto en las cajas, y el notable éxito alcanzado en los últimos años, más que el fruto de explícitos y sistemáticos diseños estratégicos que movilizasen coherentemente los recursos de la entidad, es el resultado del empujón de la competencia, la insistencia de los vendedores de tecnología y la ventaja que supone su potentísima red de sucursales para los mercados de economías domésticas y PYMES. Esta ausencia de orientación estratégica explícita y sistemática, con la correspondiente asignación a medio plazo de los recursos, ha dejado su rastro en los procesos reales de implantación de productos innovadores que, por un lado, aparecen descoordinados respecto de otras actividades o iniciativas de la institución y, por otro, sufren frecuentes, y a veces graves, desajustes necesidades/recursos disponibles, provocando serios retrasos y tensiones en su implementación.

Pero este desarrollo desequilibrado ha transformado a sus propias protagonistas no sólo en cifra de negocio, amplitud de mercados, estructura organizativa y base tecnológica, sino, y quizás aún más espectacularmente, en su propia cultura empresarial, con la consecuencia de que el alto factor de inercia que las caracterizaba inicialmente se ha reducido considerablemente.

En efecto, en un gran número de cajas la situación hoy es muy diferente a la de hace diez años. En ellas, ya no es sólo un reducido número de personas las que, respaldadas por los amplios

CUADRO NUM. 2
LA INNOVACION DE PRODUCTOS FINANCIEROS HASTA 1983

Producto	Bancos					Cajas				
	Año inicio	Tiempo necesario para que la difusión alcance el			Porcentaje de adopción al principio de 1983	Año inicio	Tiempo necesario para que la difusión alcance el			Porcentaje de adopción al principio de 1983
		10 %	50 %	90 %			10 %	50 %	90 %	
Cuenta corriente	1844	0	0	0	100	1864	0	0	95	100
Libreta de ahorro	1844	0	0	0	100	1838	0	0	0	100
Imposición a plazo	1844	0	0	5	100	1864	0	0	78	100
Certificados de depó- sito	1967	2	7	9	95	1972	4	11	—	51
Tarjeta de crédito	1971	0	7	—	77	1965	8	9	—	88
Préstamo de vivienda..	1962	0	18	—	77	1900	0	22	65	100
Domiciliación de nó- minas	1965	1	12	17	91	1950	4	20	28	100
Tarjetas de débito (ca- jeros automáticos)...	1972	3	11	—	59	1974	6	8	—	88

poderes de la Dirección General, inician audaces transformaciones que, al desequilibrar los sistemas, provocan el desplazamiento del conjunto de la entidad hacia nuevos mercados, tecnologías, recursos o sistemas de dirección. Por el contrario, en ese amplio conjunto de cajas, nos encontramos con extensos y muy cualificados equipos directivos que comparten unos mismos objetivos a largo plazo, diseñan los planes de acción por los que la entidad puede alcanzarlos y adoptan sus decisiones del día a día de forma consistente con ese futuro deseado para la caja a la que pertenecen.

Esta es una feliz circunstancia que permite mirar con optimismo un futuro que, de otro modo, sería amenazador. En efecto, si observamos nuevamente el gráfico 1 recordaremos que el entorno presente puede definirse como dinámico y cuasi complejo. Pues bien, aunque su grado de dinamicidad probablemente no ha de aumentar en el futuro, el de complejidad sí que lo hará, conforme se incremente el peso relativo de las nuevas áreas de negocio hacia las que se han movido las cajas con sus innovaciones de «ampliación de gama de productos» y «diversificación».

En tal situación (absolutamente contrapuesta a la previa a 1977) una clara visión estratégica corporativa, compartida por un amplio equipo directivo, y desarrollada y controlada mediante procesos explícitos, es condición necesaria para que la futura actividad innovadora de las cajas sea, como lo fue hasta ahora, la punta de lanza del progreso de estas entidades, contribuyendo con ello al perfeccionamiento de nuestro sistema financiero en lugar de significar solamente, como probablemente sucedería de no darse aquella circunstancia, mera política de gestos incapaz de alimentar una ventaja competitiva sostenible.

BIBLIOGRAFIA

ARTHUR ANDERSEN & Co. (1986): *The Decade of change: Banking in Europe, the next ten years*, Lafferty Publications, Londres.

BALDERSTON, Frederick E. (1985): *Thriffs in Crisis: Structural Transformation of the Savings and Loan Industry*, Ballinger Publishing Company, Cambridge, Massachusetts.

CASTELLS y otros (1986): *Nuevas tecnologías, economía y sociedad en España*, Alianza Editorial, Madrid.

COOPER, Kerry; FRASER, Donald R. (1986): *Banking deregulation and the new competition in financial services*, Ballinger Publishing Company, Cambridge, Massachusetts.

FRASER, Donald R.; KOLARI, James W. (1985): *The future of small banks in a deregulated environment*, Ballinger Publishing Company, Cambridge, Massachusetts.

GART, Alan (1985): *Banks, Thriffs, and Insurance Companies. Surviving the 1980s*, Lexington Books, Lexington, Massachusetts.

GUTIÉRREZ, Fernando (1987): «La innovación financiera en España», en *Boletín Económico del Banco de España*, mayo.

MONTERO PÉREZ, A., y MARTÍNEZ VILCHES, R. (1983): *Sistemas de planificación e información en las cajas de ahorros*, Cajamadrid, Madrid.

ORTEGA FERNÁNDEZ, Raimundo (1985): «Las cajas de ahorros en el sistema financiero del futuro» (Dossier núm. 7/1985), Asesoramiento y Servicios no Operativos, CECA, Madrid.

ORNSTEIN, Franklin H. (1985): *Savings Banking. An Industry in Change*, Reston Publishing Company, Inc., Reston, Virginia.

P. A. CONSULTING GROUP: *Innovative success in the retail financial market*, Lafferty Publications Ltd., Londres, sin fecha.

PEREIRA, Jorge (1985): «La operativa de las cajas de ahorros», en *Evolución y desarrollo de las Cajas de Ahorros Confederadas. 1977-1982*, Consejo Superior del Ahorro, CECA, Madrid.

POLO REDONDO, Yolanda: *Actividad innovadora en el sector de intermediarios financieros españoles*, Departamento de Economía de la Empresa, Universidad de Zaragoza (sin fecha).

RUBIO VIRSEDA, José Luis: *El papel de las cajas en la nueva situación del sistema financiero*, ponencia presentada a la II Convención de Responsables del Área de Activo, CECA, Madrid (sin fecha).

STEM, Carl H. (1985): *Trends and Developments in the Financial Services Marketplace: Positioning Savings Banks*, ponencia presentada en el ISBI 1985 Top Management Seminar (*Moving on to the offensive: Savings Banks Strategies for the 1990's*), Helsinki, junio.

The Economist (1986): «The consumer is sovereign. A survey of international banking», 22 de marzo.

— (1987): «The Risk Game. A survey of international banking», 21 de marzo.

TORIBIO, Juan José (1984): «La innovación financiera en España», en *Documento de Investigación*, núm. 97, IESE, julio 1984.

PROCESO DE ACEPTACION DE INNOVACIONES: UN ANALISIS EMPIRICO PARA LAS EMPRESAS BANCARIAS

Yolanda POLO REDONDO

I. INTRODUCCION

Este trabajo pretende aportar una visión de la actividad innovadora desarrollada por el sector de intermediarios financieros de la economía española (bancos y cajas de ahorros).

La elección de este sector estuvo condicionada por cuestiones operativas tales como la homogeneidad de la población de agentes innovadores y adoptantes, la facilidad para conseguir un censo de dicha población y el creciente conocimiento que se poseía de una serie de productos/servicios, procesos y sistemas de gestión sobre los que centrar la investigación.

Junto a una primera parte, donde se analiza empíricamente el proceso de difusión, se presenta otra donde, basándonos en la literatura existente, se intenta explicar el comportamiento de estas empresas ante una innovación. En el análisis se distinguen tres tipos de innovaciones: producto/servicio, proceso productivo y proceso administrativo. Dichas innovaciones se muestran en el cuadro núm. 1.

La información necesaria para el estudio se obtuvo a través de una encuesta que fue enviada por correo al directorio completo de la banca privada y de las cajas de ahorros confederadas. Se remitió dicha encuesta a un total de 95 ban-

cos y 81 cajas de ahorros. De estas empresas se obtuvo una respuesta que osciló desde un 23 por 100 para bancos a un 42 por 100 para cajas de ahorros. Dicha respuesta se consideró aceptable comparativamente a otras iniciativas de este tipo.

El cuadro núm. 2 muestra la distribución por tamaños de los bancos y cajas que respondieron a la encuesta, en comparación a la distribución porcentual de toda la población. El tamaño se midió por el número de trabajadores que configuraban la plantilla de cada entidad.

II. ESTUDIO EMPIRICO

El estudio empírico se desarrolla en dos partes. En la primera se analiza el proceso de aceptación y difusión de innovaciones en bancos y cajas de ahorros a través de dos análisis: uno gráfico, donde se observa la evolución a lo largo del tiempo en el número de adoptantes que introduce la innovación, y otro analítico donde se ajusta a los datos un modelo propuesto por Mansfield (1961) y que ha sido previamente contrastado en la literatura sobre difusión de nuevos productos/procesos.

CUADRO NUM. 1
INNOVACIONES ESTUDIADAS

Innovaciones de producto/servicio	Innovaciones de proceso productivo	Innovaciones de proceso administrativo
Cuenta corriente. Libreta de ahorro. Imposición a plazo. Certificado de depósito. Tarjeta de crédito. Préstamo de vivienda. Domiciliación de nóminas.	Servicio de información centralizada por ordenador. Cuentas de grandes clientes. Terminales de teleproceso. Cajeros automáticos.	Organigrama funcional. Organigrama divisional. Sistema formalizado de planificación. Evaluación por incentivos de oficinas. Departamento de internacional. Servicios de estudios. Departamento de informática.

CUADRO NUM. 2
CLASIFICACION DE LA POBLACION
Y LA MUESTRA POR TAMAÑOS
(número de empleados)

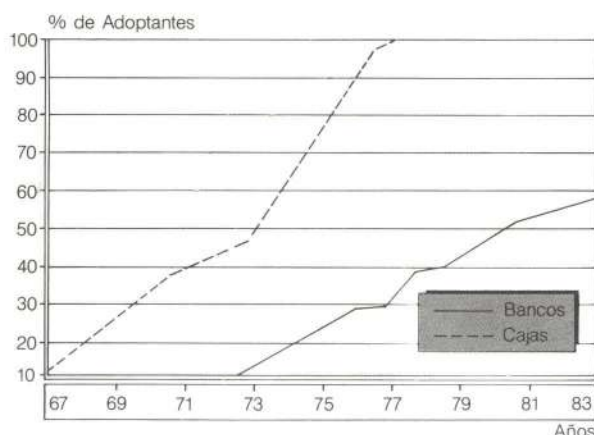
	Muestra		Total	
Bancos				
Grandes ($n \geq 5.000$)	5	(23 %)	8	(9 %)
Medianos ($5.000 > n > 400$)	10	(45 %)	44	(46 %)
Pequeños ($n \leq 400$)	7	(32 %)	43	(45 %)
	22		95	
Cajas				
Grandes ($n \geq 1.000$)	5	(15 %)	15	(18 %)
Medianas ($1.000 > n > 500$)	10	(30 %)	25	(31 %)
Pequeñas ($n \leq 500$)	18	(55 %)	41	(51 %)
	33		81	

En la segunda parte, el trabajo se centra en analizar los factores que determinan la aceptación más rápida o más lenta de un producto por parte de las empresas. Un análisis más detallado dedicado a estudiar la aceptación y difusión de la terminal de teleproceso ilustra este epígrafe.

III. PROCESO DE DIFUSION EN BANCOS Y CAJAS

A partir de este trabajo se pretendía contestar a preguntas como: ¿Es más rápida la aceptación de innovaciones en bancos que en cajas de ahorros? ¿Cuál es el perfil que describe el proceso de difusión de innovaciones en este colectivo empresarial?

GRAFICO 1
DIFUSION DE LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO



Para responderlas, se recurre primero a la representación gráfica y al cálculo de algunas medidas representativas de rapidez de aceptación y difusión.

Los gráficos 1 a 3 muestran los perfiles de la evolución del proceso de difusión para tres innovaciones. El origen del eje de abscisas se sitúa en el año en que se introduce la innovación por primera vez, según las respuestas de las empresas encuestadas. Puesto que los bancos y cajas no se crean todos en el mismo año, el momento en que cada uno adopta la innovación no es directamente comparable. Para superar esta dificultad, el momento de la adopción se estima en número de años transcurridos desde que se crea la empresa hasta que ésta adopta la innovación por primera vez. El eje de ordenadas muestra el porcentaje acumulado de adoptantes de la innovación. Cada punto del gráfico indica el porcentaje de adoptantes previos hasta la fecha,

GRAFICO 2
DIFUSION DE EVALUACION POR INCENTIVOS

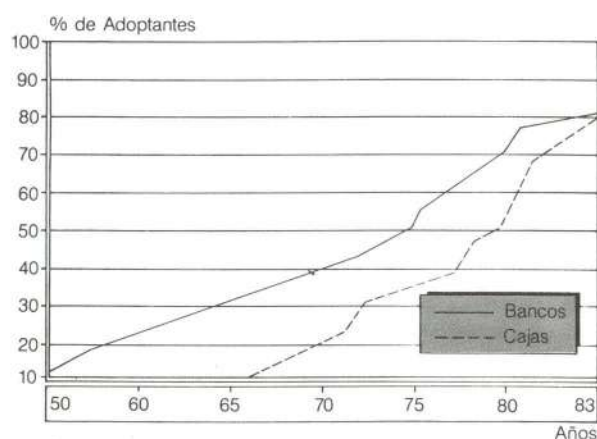
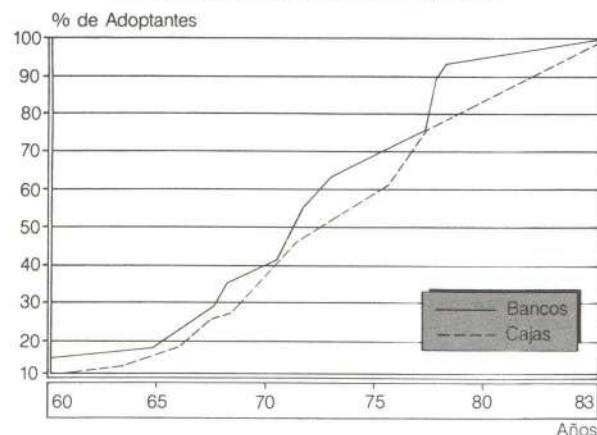


GRAFICO 3
DIFUSION DEL SERVICIO CENTRALIZADO DE INFORMACION POR ORDENADOR



distinguiendo según sean bancos o cajas, y homogeneizando la edad de cada empresa como si ya hubiese estado creada en el año de la primera adopción.

La visualización gráfica asocia a las diferentes innovaciones un perfil de difusión temporal próximo a una forma de «S», en la que una primera fase de introducción lenta es seguida de otra fase de adopción rápida, e incluso acelerada en algunos casos. Dentro de este ciclo bastante genérico es frecuente distinguir dos etapas principales: la de primera aceptación y la de difusión propiamente dicha. La primera se sitúa en el tiempo necesario para que la innovación sea aceptada por un 10 por 100 de los adoptantes potenciales. La fase de difusión se estima como el tiempo que transcurre desde que la innovación ha culminado su etapa de primera aceptación hasta que ya ha sido adoptada por el 90 por 100 de adoptantes potenciales.

El cuadro núm. 3 recoge la información que sintetiza los resultados principales del proceso de difusión de las innovaciones estudiadas, dis-

tinguiendo entre el colectivo de bancos y el de cajas de ahorros. En él se indica el año en que se introduce cada innovación; el número de años que deben transcurrir para que sea aceptada por el 10, 50 y 90 por 100 de los adoptantes potenciales; y el porcentaje de adoptantes previos en 1983, año en que se realiza el estudio. El número de años que deben transcurrir para que la innovación sea adoptada por el 10 por 100 de las empresas permite conocer la longitud del período de primera difusión. Cuanto más corto sea el período, mayor grado de aceptación puede atribuirse a la innovación entre los adoptantes o mayor rapidez de respuesta competitiva presenta la innovación. Superada la primera fase de aceptación, la innovación puede considerarse introducida y las empresas o adoptantes en general acabarán previsiblemente por adoptarla más pronto o más tarde. El tiempo de difusión puede estimarse fácilmente a partir del cuadro núm. 3 por la diferencia entre la cifra, número de años, del porcentaje del 90 por 100 y la cifra de la columna del 10 por 100. La duración de la fase de difusión indica la mayor o menor presión competitiva y social que ejercen los

CUADRO NUM. 3
RESULTADOS DE COMPARAR LOS PERIODOS DE DIFUSION EMPLEADOS POR CAJAS Y BANCOS
PARA ADOPTAR LAS DISTINTAS INNOVACIONES

Innovación	Bancos					Cajas				
	Año inicio	Tiempo necesario para que la difusión alcance el porcentaje:			Porcentaje de adopción al principio de 1983	Año inicio	Tiempo necesario para que la difusión alcance el porcentaje:			Porcentaje de adopción al principio de 1983
		10	50	90			10	50	90	
Proceso administrativo y de gestión										
Organigrama funcional....	1872	0	44	—	86	1940	14	32	—	85
Organigrama divisional...	1903	3	67	—	66	1957	1	13	—	70
Sistema organizado de planificación	1934	10	41	—	73	1958	6	12	—	70
Evaluación por incentivos.	1950	4	26	—	68	1956	6	15	—	67
Departamento de internacional	1925	0	29	—	82	1950	15	20	—	64
Servicio de estudios	1934	0	36	—	64	1957	6	11	—	67
Departamento de informática	1953	0	16	26	91	1964	1	5	13	91
Producto										
Cuenta corriente	1844	0	0	0	100	1864	0	0	95	100
Libreta de ahorro	1844	0	0	0	100	1838	0	0	0	100
Imposición a plazo	1844	0	0	5	100	1864	0	0	78	100
Certificados de depósito...	1967	2	7	9	95	1972	4	11	—	51
Tarjeta de crédito	1971	0	7	—	77	1955	8	9	—	88
Préstamo de vivienda..	1962	0	18	—	77	1900	0	22	65	100
Domiciliación de nóminas	1965	1	12	17	91	1950	4	20	28	100
Proceso productivo										
Servicio centralizado de información por ordenador	1960	0	11	17	100	1950	5	12	21	96
Cuentas de grandes clientes	1965	3	—	—	36	1966	5	—	—	30
Terminales teleproceso...	1971	0	10	13	91	1967	2	7	13	100
Cajeros automáticos	1972	3	11	—	59	1974	6	8	—	88

adoptantes previos sobre los adoptantes en cada momento del tiempo.

Para completar la información sobre el proceso de difusión de las innovaciones en el sector de intermediarios financieros ajustamos a los datos obtenidos el modelo de difusión de innovaciones propuesto por Mansfield (1961). Donde la ecuación [1] determina el número de adoptantes previos en t de la innovación i , en función del tiempo, $N_i(t)$,

$$N_i(t) = M_i [1 + e^{-(n_i + \Phi_i t)}]^{-1} \quad [1]$$

donde n_i , Φ_i son parámetros y M_i el número de adoptantes potenciales de la innovación i .

Sustituyendo la variable continua $N_i(t)$ por su aproximación discreta N_{it} , y después de ordenar los términos, la ecuación [1] puede expresarse por:

$$\ln \left(\frac{N_{it}}{M_i - N_{it}} \right) = n_i + \Phi_i t \quad [2]$$

Dado que se conocen los valores de N_{it} para las diferentes innovaciones de producto/servicio y procesos, los parámetros n_i y Φ_i pueden ser estimados ajustando la ecuación [2] a dichos

datos. Los resultados del ajuste por mínimos cuadrados se muestran en el cuadro núm. 4 para bancos y en el cuadro núm. 5 para cajas de ahorros. Es de destacar el elevado R^2 corregido que se obtiene para todas las innovaciones, lo cual indica la bondad del ajuste del modelo de difusión a los datos disponibles sobre la difusión de innovaciones entre los intermediarios financieros españoles, similar, por otra parte, al obtenido en la mayoría de los trabajos empíricos.

IV. DETERMINANTES DE LA DIFUSION DE INNOVACIONES

La difusión de innovaciones en un mercado, cuando los agentes adoptante son empresas, es analizada en este trabajo en una doble vertiente. Primero, la literatura sobre el tema es revisada para extraer los resultados más significativos acerca de los factores que influyen en la decisión de adoptar una innovación por unidades de producción. Y segundo, el trabajo muestra los resultados obtenidos en el estudio de un caso particular: las terminales de teleproceso en el sec-

CUADRO NUM. 4
PARAMETROS DEL MODELO DE DIFUSION PARA LOS BANCOS

INNOVACION	n_i	Φ_i	$\bar{R}^2$	Años
Producto				
Certificados de depósito	-2,2849	0,4901 (5,30)	0,8444	(1967-76)
Tarjeta de crédito	-1,3262	0,2179 (7,05)	0,8745	(1971-82)
Préstamos vivienda	-2,2191	0,1329 (5,87)	0,7883	(1965-83)
Domiciliación de nóminas	-2,5274	0,2552 (16,31)	0,9498	(1965-82)
Proceso				
Servicio centralizado de información por ordenador	-2,6008	0,2625 (9,79)	0,8960	(1960-83)
Cuentas de grandes clientes	-2,5961	0,1183 (7,41)	0,9000	(1965-83)
Terminales	-1,8150	0,1872 (6,66)	0,8617	(1971-83)
Cajeros	-2,8019	0,2819 (14,94)	0,9653	(1972-83)
Administración				
Organigrama funcional	-1,1416	0,0295 (17,37)	0,9555	(1872-1972)
Organigrama divisional	-2,4201	0,0338 (10,75)	0,8910	(1903-83)
Sistema formalizado de planificación	-2,5510	0,0638 (11,80)	0,9263	(1934-83)
Incentivos	-2,7404	0,1035 (13,23)	0,9406	(1950-83)
Departamento internacional	-1,4648	0,0503 (13,76)	0,9448	(1925-81)
Servicio de estudios	-1,8008	0,0465 (17,09)	0,9636	(1934-81)
Departamento de informática	-1,9565	0,1456 (16,40)	0,9503	(1953-80)

CUADRO NUM. 5
PARAMETROS DEL MODELO DE DIFUSION PARA LAS CAJAS DE AHORROS

INNOVACION	$\hat{\alpha}_i$	Φ_i	R^2	Años
Producto				
Certificados de depósito	-2,9617	0,3085 (10,88)	0,9288	(1972-83)
Tarjeta de crédito	-3,5393	0,3111 (7,66)	0,8650	(1965-83)
Préstamos vivienda	-0,8949	0,0437 (10,96)	0,8817	(1900-75)
Domiciliación de nóminas	-2,8413	0,1673 (11,14)	0,8850	(1950-81)
Proceso				
Servicio centralizado de información por ordenador	-3,4510	0,2852 (46,35)	0,9921	(1960-83)
Cuentas de grandes clientes	-3,0155	0,1392 (7,75)	0,8940	(1966-82)
Terminales	-2,8220	0,4318 (20,38)	0,9696	(1967-81)
Cajeros	-4,2280	0,5951 (9,42)	0,9261	(1974-83)
Administración				
Organigrama funcional	-3,6933	0,1209 (24,88)	0,9671	(1940-81)
Organigrama divisional	-2,3414	0,2065 (18,43)	0,9686	(1967-83)
Sistema formalizado de planificación	-3,6414	0,3085 (17,42)	0,9649	(1968-83)
Incentivos	-3,2738	0,2246 (24,50)	0,9820	(1966-83)
Departamento internacional	-3,7677	0,1867 (8,73)	0,9149	(1969-81)
Servicio de estudios	-3,2562	0,2818 (13,76)	0,9448	(1967-83)
Departamento de informática	-1,8545	0,3259 (16,99)	0,9632	(1964-78)

tor de bancos y cajas de ahorros de la economía española.

Desde el momento en que una empresa perteneciente a un determinado sector decide introducir un nuevo producto/proceso, el resto de las empresas competidoras deberán también decidir si lo adoptan y el momento más adecuado para hacerlo.

Trabajos como Mansfield (1961, 1963, 1968); Romeo (1975); Benvignati (1982 a y b) y Antoneilli (1985) aportan abundantes evidencias sobre este tema.

En nuestro trabajo hemos considerado cuatro grupos de factores de cara a explicar el proceso de difusión: factores propios de la innovación, de la empresa adoptante, de la estructura de mercado y de la situación económica general.

V. FACTORES PROPIOS DE LA INNOVACION

El estudio llevado a cabo por Mansfield (1961) es, sin duda, el más completo en la selección de variables características de la propia innovación, de cara a explicar la mayor o menor rapidez con

que ésta se difunde. Concretamente, las variables propuestas por Mansfield son: el volumen de inversión necesario para implantar la innovación, la rentabilidad esperada de la misma, la vida útil del equipo productivo que se va a reemplazar con ella y el tiempo que ya lleva introducido el nuevo producto/proceso en el mercado. Más tarde, otros autores han sugerido variables que indican el origen de la innovación. Entre ellos, Benvignati (1982 b) considera el origen geográfico de la innovación, nacional o importada, como variable relevante; mientras que Antonelli (1985) propone como variable explicativa la distinción entre que sea la propia empresa la que desarrolla la innovación o que ésta deba comprarse a suministradores externos.

1. Factores propios de la empresa adoptante

Las características que definen a la empresa adoptante también han sido objeto de atención en los estudios que tratan de explicar la difusión de innovaciones entre empresas. En la selección de las variables ha sido importante, una vez más, la posibilidad de medición para incorporarlas a un contraste empírico. Así, variables características de la empresa que se han barajado en

la literatura son: el tamaño de la empresa, su grado de sindicalización, esfuerzo en actividades de I+D, alcance geográfico de sus mercados, estructura organizativa interna y rentabilidad o liquidez de la empresa.

Sin duda, ha sido el tamaño la variable más tenida en cuenta en trabajos previos: Mansfield (1963), Romeo (1975), Benvignati (1982 a), Antonelli (1985). La conclusión a la que han llegado los trabajos anteriormente citados ha sido que las empresas de mayor tamaño tienden a adoptar las innovaciones de proceso productivo antes que las más pequeñas.

2. Características del mercado donde opera la empresa

Es razonable pensar que la difusión de una innovación entre las empresas de un mercado variará en función de las características propias de éste. El crecimiento de las ventas totales del mismo y su grado de competencia son dos variables de estructura de mercado contempladas en trabajos previos.

Ahora bien, el escaso número de trabajos dedicados a factores sectoriales de la difusión de innovaciones no permite extraer conclusiones generales sobre ellos.

3. Características del entorno general

La variable del entorno general más utilizada en este tipo de estudios es la fase del ciclo económico existente en el momento de la aparición de la innovación.

Autores como Graue (1943), Brown (1957), Carter y Williams (1957), Mansfield (1968) y Benvignati (1982 a) aportan evidencias en este sentido.

VI. DECISION DE ADOPTAR LAS TERMINALES DEL TELEPROCESO

El objetivo de este apartado es ilustrar la metodología habitualmente utilizada para analizar los factores que determinan la difusión de una innovación cuando los agentes adoptantes son empresas.

Las terminales de teleproceso son una innovación de proceso productivo que la empresa decide incorporar a la operación del servicio en un momento determinado del tiempo. Además, cada empresa, después de decidirse por aceptar la innovación, debe decidir el número total de

terminales que desea instalar, así como la cantidad que cada año irá incorporando a las distintas oficinas bancarias.

En la encuesta llevada a cabo, se solicitaba de cada empresa información acerca del año en que se introducían por primera vez las terminales de teleproceso, así como el número de éstas instaladas por la empresa en cada uno de los años siguientes hasta 1983, fecha final del estudio.

Calculando el número de años transcurridos desde el momento en que la primera empresa introduce la innovación hasta cuando lo hacen el resto de ellas, se obtiene una medida inversa de la rapidez de adopción (I_i).

La etapa siguiente consiste en tratar de explicar las diferencias en la rapidez de aceptación a través de variables características de empresas.

Cuando se elaboró la encuesta, se pensó que solicitar información sobre características particulares de la innovación y de la empresa reduciría su propensión a responder. No se dispone, por tanto, de información sobre la innovación en sí misma, y el análisis debe limitarse a variables que representan características de las empresas, y entre ellas a variables que han podido ser medidas por fuentes estadísticas externas.

Las características empresariales finalmente seleccionadas son:

Tamaño de la empresa, medido por el número de trabajadores de todas las categorías que están en la nómina de la entidad financiera. Se toma el valor medio del número de empleados entre 1979 y 1982 (P_i).

Rentabilidad de explotación neta de la entidad financiera, calculada como el cociente entre el beneficio económico neto y los recursos totales; promedio de las rentabilidades anuales entre 1979 y 1982 (R_i).

Estructura organizativa, dando el valor uno para las empresas que utilizan un organigrama divisional y cero para las restantes. Con esta variable se incorpora una medida, la descentralización dentro de la empresa (E_i).

Si en el modelo a estimar se incluyen conjuntamente cajas y bancos, se utiliza una variable *dummy*, que toma el valor uno si la empresa es banco y cero si se trata de una caja de ahorros (D_i).

Se postulan dos modelos: en el primero, se considera que la rapidez de adopción aumenta siempre con el tamaño, mientras que en el segundo se permite que exista una dimensión a

partir de la cual el tamaño tiene rendimientos decrecientes sobre la rapidez de adopción:

$$I_j = a + b_1 \ln P_j + c R_j + d E_j + f D_j + u_j$$

[Modelo 1]

$$I_j = a + b_1 P_j + b_2 P_j^2 + c R_j + d E_j + f D_j + u_j$$

[Modelo 2]

siendo u_j la perturbación aleatoria del modelo de regresión.

La variable tamaño se mide en logaritmos, dado que fue esta transformación la que permitió obtener un mejor ajuste.

Dos de los veintidós bancos que respondieron a la encuesta no habían introducido la innovación en 1983, mientras que del conjunto de cajas de ahorros sólo una no la había adoptado en esa fecha. Se dispone, por tanto, de veinte observaciones para bancos y treinta y dos para cajas.

El cuadro núm. 6 muestra los resultados de las regresiones obtenidas por mínimos cuadrados ordinarios.

Efectivamente, la variable tamaño aparece con el signo previsto, por lo que se puede afirmar que el tamaño favorece la adopción de esta innovación entre empresas bancarias.

Para el colectivo de bancos, el modelo con rendimientos decrecientes del tamaño da mejor ajuste que el modelo alternativo. Calculando el

valor de P_j , que maximiza la rapidez de adopción (minimiza el valor de I), se obtiene una plantilla de 13.830 empleados. Este tamaño puede considerarse grande, dado que sólo cuatro bancos de la muestra superan esta cifra de trabajadores.

La variable tamaño es la más significativa, entre las explicativas, de la rapidez en adoptar la innovación, repitiéndose una vez más el resultado ya habitual en estos trabajos. La rentabilidad aparece con coeficiente positivo en cajas y negativo en bancos, pero en ningún caso se hace significativa.

La estructura organizativa divisional favorece la adopción de la innovación en bancos, por lo que este resultado sería contrario al de otros trabajos. Aparentemente, pues, la descentralización que supone la estructura divisional favorece la adopción de innovaciones.

Por último, el coeficiente de la variable D_j es positivo y muy significativo, confirmando que los bancos adoptan las terminales de teleproceso más tarde que las cajas.

VII. CONCLUSIONES

Es frecuente reconocer que la difusión de una innovación ha sido mucho menos estudiada teórica y empíricamente que la fase de invención

CUADRO NUM. 6
DETERMINANTES DE LA RAPIDEZ DE ADOPCION DE LOS TERMINALES DE TELEPROCESO

Varia. Explic.	Cajas		Bancos		Cajas y bancos	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2
Cto	22,07 (4,20) ^a	8,41 (3,62) ^a	22,84 7,09 ^a	13,88 (10,10) ^a	21,22 (7,70) ^a	8,61 (5,45) ^a
P	—	$-0,35 \times 10^{-2}$ (-1,80) ^b	—	$-0,13 \times 10^{-2}$ (-4,58) ^a	—	$-0,1 \times 10^{-2}$ (-3,65) ^a
P ²	—	$-0,43 \times 10^{-8}$ (1,29)	—	$0,47 \times 10^{-7}$ (3,05) ^a	—	$-0,48 \times 10^{-7}$ (2,24) ^a
ln P	-2,47 (-3,29) ^a	—	-1,77 (-5,09) ^a	—	-2,21 (-5,99) ^a	—
R	1,22 (0,88)	1,56 (1,05)	-0,11 (-0,08)	-0,72 (-0,68)	0,62 (0,64)	0,67 (0,67)
F	0,29 (0,21)	0,07 (0,05)	-1,34 (-1,09)	-1,35 (-1,40) ^c	0,10 (0,10)	-0,22 (-0,20)
D	—	—	—	—	5,74 (6,10) ^a	0,14 (6,18) ^a
R ²	0,27	0,15	0,61	0,78	0,53	0,51
F	4,83	2,36	11,10	18,11	15,36	11,57
n	32,00	32,00	20,00	20,00	52,00	52,00

Grado de significación: a (99 por 100).
b (95 por 100).
c (90 por 100).

y creación previa, aunque esta situación se está alterando en los últimos años con la abundante proliferación de trabajos dedicados a profundizar en el proceso que explica cómo una innovación se difunde en el sistema social. El presente artículo trata de resumir un conjunto de trabajos realizados con objeto de explicar la aceptación de innovaciones en la economía española.

El proceso de aceptación de la terminal de teleproceso por el sector de intermediarios financieros ilustra esta investigación.

Los resultados obtenidos en el trabajo señalan a la variable tamaño empresarial como la más explicativa de las diferencias en el comportamiento innovador de las empresas como adoptantes de innovaciones de proceso: las empresas más grandes adoptan antes la innovación y la asimilan internamente con mayor rapidez que las de menor tamaño.

BIBLIOGRAFIA

- ANTONELLI, C. (1985): «The Diffusion of an Organizational Innovation». *International Journal of Industrial Organization*, 3. North-Holland.
- BASS, F. (1969): «A New Product Growth Model for Consumer Durables», *Management Science*, núm. 5, vol. 15.
- BELLO, L. (1982): «El proceso de difusión de innovaciones: consideraciones críticas acerca de los modelos de primera compra». *Investigaciones Económicas*.
- BENVIGNATI, A. (1982 a): «Interfirm Adoption of Capital Goods Innovations». *The Review of Economics and Statistics*, mayo.
- (1982 b): «The Relationship between the Origin and Diffusion of Industrial Innovation». *Economica*, agosto.
- BROWN W. (1957): «Innovation in the Machine Tool Industry», *Quarterly Journal of Economics*, 72, agosto.
- CARTER, C. F. y WILLIAMS, B. R. (1957): «Industry a Technical Progress», New York, Oxford University Press.
- CASTELLS Y OTROS (1986): *Nuevas Tecnologías, Economía y Sociedad en España*, Alianza Editorial, S. A., Madrid.
- CHADDHA y CHITGOPEKAR (1971): «A generalization of the logistic curves and long range forecasts (1966-91) of the residence telephones», *The Bell Journal of Economics and Management Science*.
- GLOBERMAN, S. (1975): «Technological Diffusion in the Canadian Tool and Die Industry», *Review of Economics and Statistics*, noviembre.
- GRAUE, E. (1943): «Inventions and Productions», *The Review of Economics of Technological Change*, agosto.
- GRILICHES, Z. (1957): «Hybrid Corn: An exploration in the Economics of Technological Change», *Econometrica*, 25.
- HAKONSON, S. (1974): «Special Presses in Paper Making», en Nabseth and Ray ed. *The Diffusion of New Industrial Processes. An International Study*. National Institute of Economic and Social Research. Cambridge University Press.
- HANNAN y DOWELL (1984): «The determinants of Technology adoption: The case of the banking firm». *Rand Journal of Economics*, vol. 15, núm. 3.
- MCLAUGHLIN, D. (1979): *The Impact of Labour Unions on the Rate and Direction of Technological Innovation*. Preparado para la National Science Foundation, febrero.
- MANSFIELD, E. (1961): «Technical Change and the Rate of Imitation», *Econometrica*, núm. 4, vol. 29, octubre.
- (1963): «The Speed of Response of Firms to New Techniques», *Quarterly Journal of Economics*.
- (1966): «Measuring the Rate of Technological Change», «Determinants of the Rate of Technological Change», y «Diffusion of Innovations», en *Employment Impact of Technological Change*, Appendix, vol. II; Rapport of the National Commission in Technology, Automation and Economic Progress, Washington, DC.
- (1968) *Industrial Research and Technological Innovation: An Econometric Analysis*, New York: W. W. Norton and Co.
- NABSETH, L. (1973): «The Diffusion of Innovations in Swedish Industry», en B. R. Williams (ed.). *Science and Technology in Economic Growth*, London: The MacMillan Press. Ch. 10.
- y RAY, G. F. (1974): *The Diffusion of New Industrial Processes. An International Study*, National Institute of Economic and Social Research. Cambridge University Press.
- PARKER, J. E. S. (1974): *The Economics of Innovations*, London, Longman.
- PESEMIER, E. (1970): *Decisiones sobre Nuevos Productos*, Hispano Europea, Barcelona.
- POLO, Y. (1983): «Evidencia empírica sobre el ciclo de vida para productos de consumo duradero», *Cuadernos Aragoneses de Economía*, núm. 7.
- (1986): «Desarrollo de nuevas tecnologías: la empresa bancaria», *Economía Industrial*, Ministerio de Industria y Energía, núm. 251, Madrid, septiembre-octubre.
- (1986): «Actividad innovadora en el sector de intermediarios financieros españoles», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, agosto, núm. 2047.
- (1987): «Determinantes empresariales de la adopción de innovaciones: terminales de teleproceso en el sector bancario español». *Investigaciones Económicas*, vol. XI, número 2.
- y SALAS, V. (1981): «Modelo económico y sectorial con aprendizaje y difusión de innovaciones», *Cuadernos de Economía*, vol. 9, núm. 25.
- PORTER, M. (1985): *Competitive Advantage*, The Free Press.
- RANKING DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS (1978-1982): *Revista del Dinero y de los Negocios*.
- ROBINSON y LAKHANI (1975): «Dynamic Price Models for New Product Planning», *Management Science*, núm. 10, volumen 21.
- ROGERS, E. (1982): *Diffusion of Innovations*, 3.ª edición, New York. The Free Press.
- ROMEO, A. (1975): «Interindustry and Interfirm Differences in the Rate of Diffusion of an Innovation», *Review of Economics and Statistics*, agosto.
- SCHERER, F. (1980): *Industrial Market Structure and Economic*

Performance, 2.^a edición. Chicago: Rand McNally College Publishing Company.

SCHUMPETER, J. (1934): *The Theory of Economic Development*, Cambridge: Harvard University Press.

STONEMAN, P. (1983): *The Economic Analysis of Technological Change*, Oxford University Press. New York.

— (1985): *Technological Diffusion: «The View Point of Economic Heavy»*, University of Warwick. Comunicación a Congreso, noviembre.

WIND, Y. (1982): *Product Policy: Concepts, Methods and Strategy*, Addison-Wesley Publishing Company. Filipinas.

DISTRIBUCION DE SERVICIOS FINANCIEROS EN ESPAÑA: IMPLICACIONES COMPETITIVAS

Eduardo BALLARIN (*)

Tanto los profesionales como los observadores del sector bancario español parecen coincidir en que los próximos cinco años van a revestir una especial importancia para las entidades que lo integran: bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Todos los indicios apuntan a que el proceso de cambio promovido por la desregulación, la globalización de los mercados financieros y el desarrollo acelerado de la tecnología de la información va a continuar afectando al sector bancario de muchos países, entre ellos el nuestro. Además, en el caso español, se añaden las disposiciones específicas que se contienen en el Tratado de Adhesión a la Comunidad Económica Europea, y que se concretan en una equiparación de las entidades nacionales con las extranjeras en lo que se refiere a captación de recursos en el mercado interior y apertura de sucursales.

Este nuevo escenario pone sobre el tapete el grado de competitividad que puedan tener las entidades españolas transcurrido este horizonte de cinco años. La cuestión no se presta a un tratamiento somero. Incluye temas tan ambiciosos como la dimensión de nuestras entidades, su capacidad de generar innovaciones financieras genuinas en unos mercados de capitales cada vez más sofisticados, su necesidad de mayor capitalización en un entorno de creciente incertidumbre y la eficiencia de nuestros sistemas de distribución.

En este trabajo nuestra atención se limitará al último aspecto: la situación actual y perspectivas futuras de los sistemas de distribución de servicios financieros en España. Tal vez no sea el aspecto más llamativo de la cuestión, pero a mi juicio reviste una importancia clave para preservar el dominio competitivo del mercado interior en su vertiente minorista. Es, por tanto, una dimensión que conviene destacar en el estudio

de la innovación financiera, entendida ésta en un sentido amplio.

Con todo, la actividad de distribución debe enmarcarse correctamente en el conjunto general de las tareas de gestión si queremos entender bien su función competitiva. La primera parte de este artículo presenta un sencillo esquema conceptual que pretende clarificar el papel del canal de distribución como fuente de beneficios.

En la segunda parte se presentan algunos datos parciales de una encuesta (1) realizada durante el segundo trimestre de 1987 entre entidades de depósito españolas. El propósito de la encuesta era recoger datos y opiniones sobre su sistema de distribución, tanto sobre el estado actual como sobre su evolución previsible. La encuesta fue elaborada de acuerdo con el esquema conceptual que se explicita a continuación.

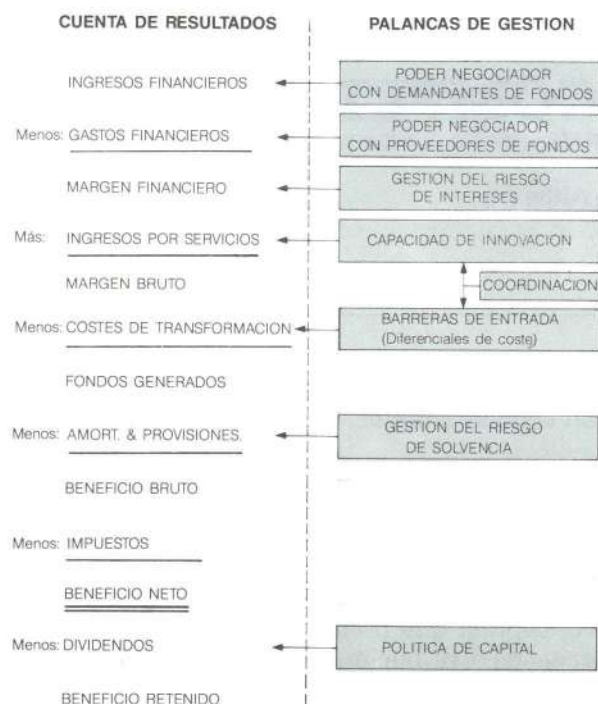
LA REALIDAD SUBYACENTE EN LAS CUENTAS DE RESULTADOS: PALANCAS DE GESTION

El primer elemento del esquema parte de algo tan familiar a los profesionales del sector bancario como la cuenta de resultados simplificada que aparece en la parte izquierda del gráfico 1.

La cuenta de resultados nos proporciona un punto de arranque apropiado, porque todos los estudios que tratan de diagnosticar la eficiencia (2) de un sector le dedican una cierta atención. Difícilmente un sector será competitivo si observamos que obtiene rentabilidades medias de forma consistente.

Ahora bien, rentabilidades «satisfactorias» no son —por sí solas— evidencia suficiente de competitividad en el sentido que pretendemos darle aquí: posesión de ventajas competitivas sosten-

GRAFICO 1
PALANCAS DE GESTION
EN EL SECTOR DE SERVICIOS FINANCIEROS



nibles frente a la aparición de nuevos competidores y otros factores evolutivos que puedan anticiparse. Si uno compara los niveles de rentabilidad que alcanzan los sectores bancarios de distintos países, difícilmente podemos concluir que rentabilidad y competitividad van estrechamente correlacionadas (3). Existen otros factores que también pueden explicar altos niveles de rentabilidad. Por ejemplo, un fuerte «poder de mercado» de las entidades nacionales como resultado de la protección otorgada por las autoridades reguladoras.

Por tanto, es preciso analizar la «realidad subyacente» tras la cuenta de resultados para formular un diagnóstico sobre la funcionalidad competitiva de las fuentes de beneficio. Esta «realidad subyacente» aparece representada en la parte derecha del gráfico 1 en términos de siete «palancas de gestión», que son las verdaderas determinantes del comportamiento de ingresos y gastos.

De hecho, esta noción de «realidad subyacente» tras la cuenta de resultados es algo familiar para todo buen directivo; a pesar de su poder informativo como señales de alerta, las partidas que integran una cuenta de resultados resultan de escasa utilidad directa para la acción. Decir

que para mejorar los beneficios hay que aumentar los ingresos o disminuir los gastos es una trivialidad sin contenido alguno. Lo realmente útil es detectar las «palancas de gestión» —invisibles en la cuenta de resultados explícita— cuyo uso inteligente sí puede traducirse en mayores ingresos o menores gastos. En este sentido, cabe evocar el aforismo de un célebre profesor de contabilidad: «lo que la cuenta de resultados revela es importantísimo, pero lo que esconde es fundamental».

Vamos a centrar aquí nuestra atención, principalmente, en los costes de transformación asociados a los distintos canales de distribución. Sin embargo, parece conveniente dar un breve repaso a las otras palancas de gestión que se identifican en la parte derecha del gráfico 1. De lo contrario, podríamos tener un panorama demasiado restringido de las posibles fuentes de ventaja competitiva.

La cuenta de resultados se inicia con las rúbricas más clásicas en el negocio bancario: ingresos y gastos financieros. Estos son fáciles de obtener en un momento dado, pero la rentabilidad duradera surge del establecimiento de relaciones estables con los clientes. Lo que con frecuencia se denomina en el sector «fidelizar» o «cautivar» a los clientes (4). En el gráfico hemos optado por un término más reconocido en la literatura de planificación estratégica (5): poder negociador con los demandantes de fondos (clientes de activo) y con los oferentes de fondos (clientes de pasivo).

Diseñar formas eficientes de establecer relaciones estables con los clientes es una preocupación central de las entidades bancarias hoy en día. Ahora bien, el problema estriba en medir correctamente la relación coste/beneficio entre las técnicas de fidelización y la solidez de la relación que se establece. La domiciliación de nóminas puede ser un medio barato de cautivar clientes, pero cuestionable si el segmento que se persigue es el particular medio-alto. Por otra parte, ofrecer servicios de asesoría financiera personal puede atraer más personas de este colectivo, pero a un coste que es preciso medir con precisión.

Además, la transformación de la estructura del negocio aconseja cuestionar repetidamente la sabiduría convencional. Conceder préstamos hipotecarios a bajo coste, por ejemplo, se ha considerado tradicionalmente un buen medio de fidelización. Pero si la experiencia reciente en otros países —por ejemplo, Estados Uni-

dos— puede tener alguna validez, parece aconsejable someter esta práctica a un escrutinio riguroso. La volatilidad de los tipos de interés ha traído consigo la de los propios clientes.

La palanca de gestión que asociamos al margen financiero —control del riesgo de intereses— ilustra de nuevo los peligros de limitarnos a examinar la superficie de las cuentas de resultados. Aparentemente, el margen surge de la simple diferencia aritmética entre ingresos y gastos financieros. Sin embargo, las inversiones crediticias tienen unos vencimientos distintos de los que corresponden a los saldos de pasivo. Y, por tanto, ello comporta rendimientos diferentes de acuerdo con la característica estructural temporal de los tipos de interés. Esta estructura está sujeta a variaciones en función de lo que pueda suceder en los mercados monetarios, y ello implica un riesgo considerable de cambio en el margen financiero. La creciente volatilidad de los tipos de interés en tiempos recientes ha dado un justificado protagonismo a esta función. Si alguna duda podía quedar al respecto, es más que probable que el comportamiento de los tipos de interés en España durante 1987 la haya disipado de forma definitiva.

Al margen financiero hay que sumarle los ingresos por servicios. En la medida en que el proceso de cambio en el sector está reduciendo el terreno de la intermediación financiera tradicional (6), la adaptación competitiva requiere ofrecer servicios de alto valor añadido y poca inmovilización de activos. Ello demanda capacidad de generar innovaciones y, sobre todo, buenas dosis de ingenio para protegerlas del talento imitador de los competidores. A su vez, esto requiere una gestión específica de la «investigación y desarrollo», término poco usual en las entidades de depósito. De nuevo existe una relación de intercambio (*trade-off*) entre el esfuerzo que pueda hacerse en este sentido y los mayores costes de transformación que ello pueda comportar. Por esta razón, coordinar estas dos palancas de gestión es un factor de importancia creciente.

Por lo que a costes de transformación se refiere, el factor determinante es la distancia que separa a cada entidad financiera concreta de sus competidores inmediatos. Es este «diferencial de costes» —más que su valor absoluto— lo que incide de forma decisiva en la rentabilidad. Las empresas japonesas de diversos sectores (incluyendo el de servicios financieros) son conscientes de esta mayor relevancia de los costes relativos y por ello dedican tanto tiempo y esfuerzo

a estudiar los costes de los competidores como los suyos propios (7).

De hecho, tanto o más importante que el diferencial de costes en sí mismo es su grado de permanencia, esto es, la dificultad que los competidores puedan tener para reducirlo o eliminarlo. Una valoración de esta naturaleza requiere identificar los factores que determinan el comportamiento de cada elemento de coste. Tales factores suelen denominarse «propulsores de coste» en la literatura de planificación estratégica (8), siendo los más conocidos las economías de escala, el aprendizaje por efecto de la experiencia acumulada, el apalancamiento operativo y otros varios. La importancia de identificar correctamente qué propulsor específico de coste influye sobre cada actividad estriba en que cada uno de ellos comporta grados distintos de replicabilidad por parte de los competidores.

Este es el tipo de análisis que desarrollaré sobre las actividades de distribución. Pero antes quiero finalizar esta breve referencia a las palancas genéricas de gestión prestando una cierta atención a las dos últimas que aparecen en el gráfico 1: la gestión del riesgo de solvencia y la política de capital.

Los procesos de «titu-valorización» (*securitization*) que están afectando a los mercados de capitales han disminuido la importancia relativa del riesgo de solvencia y, en cambio, aumentado la del riesgo de intereses. Con todo, el control del riesgo crediticio clásico sigue siendo un área clave en el negocio bancario, tanto en su vertiente de valoración inicial como en el área de recuperaciones.

Por último, la política de dividendos es relevante tanto por la retribución que implica para el accionista como porque determina la tasa de acumulación de fondos propios. La capacidad de retener los recursos internamente generados influye directamente sobre el crecimiento sostenible por la entidad; en especial si, por circunstancias de mercado o de regulación (caso de las cajas de ahorros), existen limitaciones para conseguir nuevas aportaciones de capital externo.

La posición competitiva de una entidad financiera —y, por tanto, su rentabilidad a largo plazo— viene determinada por el efecto *conjunto* de estas siete palancas de gestión. Estudiar una de ellas por separado es inherentemente limitador. A pesar de ello, en el resto de este trabajo me limitaré al análisis de los costes de transformación y, en concreto, a los asociados con las actividades de distribución.

DISTRIBUCION DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS: ANALISIS DE LA CADENA DE VALOR

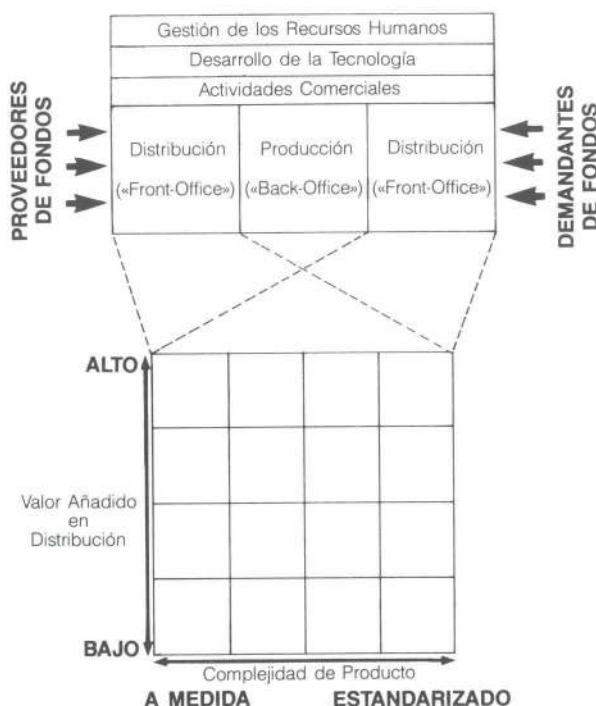
Si los diferenciales de coste son la fuente más genuina de rentabilidad, las rúbricas que nos ofrecen las cuentas de resultados tradicionales resultan de nuevo inoperantes. Es preciso desglosar el valor añadido por la empresa en un conjunto de actividades que respondan a propulsores de costes diferenciados. Sólo así puede cualquier empresa distanciarse de sus competidores de forma estable.

Esta metodología es lo que se conoce por «análisis de la cadena de valor», popularizado por las obras de Porter y Ohmae entre otros (9). En algunos trabajos míos (10) he presentado una versión sintética de la cadena de valor adaptada a la situación propia de una empresa de servicios financieros. Esta es la que aparece en la mitad superior del gráfico 2.

En definitiva, el esquema propone considerar dos actividades básicas de negocio: producción y distribución, aunque diferenciando esta última según se dirija principalmente a clientes de activo o de pasivo. Para una mejor comprensión intuitiva de los términos, los he asociado a las nociones de *back-office* y *front-office*, respectivamente. Asimismo, en la cadena de valor esquemática se destacan tres actividades básicas de apoyo: gestión de los recursos humanos, desarrollo de la tecnología y actividades de comercialización.

Esta es, ciertamente, una cadena de valor muy esquemática. Su aplicación práctica requiere un desglose mucho más detallado, pero incluso en esta forma elemental nos proporciona cierta luz sobre los cambios que se están produciendo en el negocio bancario. Por ejemplo, nos ayuda a entender las razones que pueden haber inducido a determinados competidores insólitos a irrumpir decididamente en el sector de servicios financieros. Una empresa como American Can (11) —dedicada tradicionalmente a la fabricación de envases de metal— difícilmente hubiera decidido diversificarse en servicios financieros si no hubiese percibido que el manejo eficiente de las operaciones se estaba convirtiendo en una dimensión clave del negocio. Asimismo, las intenciones manifiestas o latentes de empresas como Sears & Roebuck (12) en Estados Unidos, y de Marks Spencer, en Inglaterra, parecen partir de un cierto diagnóstico sobre la importancia que los aspectos de distribución están adquiriendo en el negocio bancario. Por citar el caso más reciente y exótico, el reciente intento de

GRAFICO 2
DISTRIBUCION DE SERVICIOS FINANCIEROS
UN ESQUEMA CONCEPTUAL



adquisición del Midland Bank por parte de Saatchi & Saatchi (13) puede haberse inspirado en las capacidades de esta última empresa en los campos de la promoción publicitaria (es la mayor agencia del mundo en términos de ingresos internacionales) y de la gestión de recursos humanos (en su grupo figura Hay Associates, empresa de consultoría especializada en temas de personal).

El análisis de cadena de valor tiene, por supuesto, implicaciones de orden más práctico. Las operaciones de especialización de la red en función de los segmentos de clientela requieren acoplar cada segmento objetivo con el canal más eficiente en términos de coste, para distribuir el producto. La cadena de valor proporciona una metodología sistemática para identificar actividades con potencial de reducción de costes.

Una forma alternativa de visualizar esta necesidad de acoplar segmentos-objetivo con el canal de distribución más eficiente viene dada por la matriz que aparece en la mitad inferior del gráfico 2 (14). En ella se reconoce la necesidad de equilibrar la complejidad del producto con el valor añadido que aporta el canal que lo distribuye. Los productos «a medida», por lo general, requieren canales de alto valor añadido, mientras los productos estándar pueden distribuirse

de forma más simplificada. Sin embargo, la relación no es siempre uniforme: existen segmentos de mercado que exigen canales de alto valor añadido incluso para productos relativamente estándar, mientras que otros segmentos se inclinan hacia canales de baja sofisticación aunque se trate de adquirir productos no triviales. Es esta diversidad la que permite detectar «huecos» de mercado que nadie ha sabido ver antes.

La aplicación práctica de estas ideas no es tarea fácil. Las opciones estratégicas no son susceptibles de análisis mecanicistas. Pero tampoco son fruto simplemente de la intuición individual: su desarrollo está sujeto a una cierta lógica interna que es posible aprehender. La cadena de valor y la matriz valor añadido/complejidad son herramientas conceptuales que nos ayudan a ello.

LA DISTRIBUCION DE SERVICIOS FINANCIEROS EN ESPAÑA: ALGUNA EVIDENCIA EMPIRICA

Para ilustrar estas ideas, vamos a utilizar algunos datos agregados sobre el sistema de distribución actual del sector bancario español.

El rasgo que más suele destacarse del sistema de distribución español es la sobreabundancia de puntos de venta (oficinas) en comparación con los índices que se observan en otros países. Sin embargo, limitar el análisis al número de oficinas nos proporciona una visión parcial del problema. Hablar de «sistema de distribución» —en lugar de «red de oficinas»— supone implícitamente que la oficina es sólo uno de los múltiples canales que pueden utilizarse para acercar el servicio al cliente.

Para establecer una comparación internacional válida, deberíamos poder medir de algún modo la capacidad aportada por el sistema de distribución en su conjunto. Desafortunadamen-

te, es muy difícil poder agregar canales que ofrecen prestaciones muy distintas en el servicio al cliente. Homogeneizar cajeros humanos y automáticos, por ejemplo, en términos del número de transacciones que pueden procesar, aporta más confusión que claridad.

A pesar de ello, sigue siendo cierto que *la magnitud relevante es la capacidad agregada del sistema* por difícil que resulte cuantificarla. El cuadro núm. 1 aporta algunos datos sugerentes sobre este punto. Aparte de recordarnos nuestra singular posición en número de oficinas en relación al número de habitantes, nos muestra que también gozamos de una posición relativamente destacada en cajeros automáticos y tarjetas de crédito.

Dado el tipo de variables que he identificado como relevantes en la primera parte de este trabajo, el recurso a la información publicada resulta insuficiente. Las magnitudes en que he desglosado la cadena de valor en una entidad de servicios financieros no coinciden con las rúbricas de la contabilidad tradicional.

El resto de este trabajo está destinado a presentar algunos resultados parciales de una encuesta realizada entre las cajas de ahorros españolas durante el segundo trimestre de 1987 (15). El cuestionario que se envió había sido diseñado teniendo como marco de referencia el esquema conceptual presentado en las dos secciones anteriores. Por tanto, la información obtenida viene a paliar, en cierta medida, las limitaciones de los datos públicos.

Un punto lógico de partida es cuantificar el fenómeno que queremos estudiar. Friars *et al.* (1987) indican que la actividad de distribución absorbe entre un 45 por 100 y un 50 por 100 de los costes de transformación de los bancos comerciales en Estados Unidos. El gráfico 3 muestra el desglose entre horas-hombre dedicadas a actividades de administración y actividades de

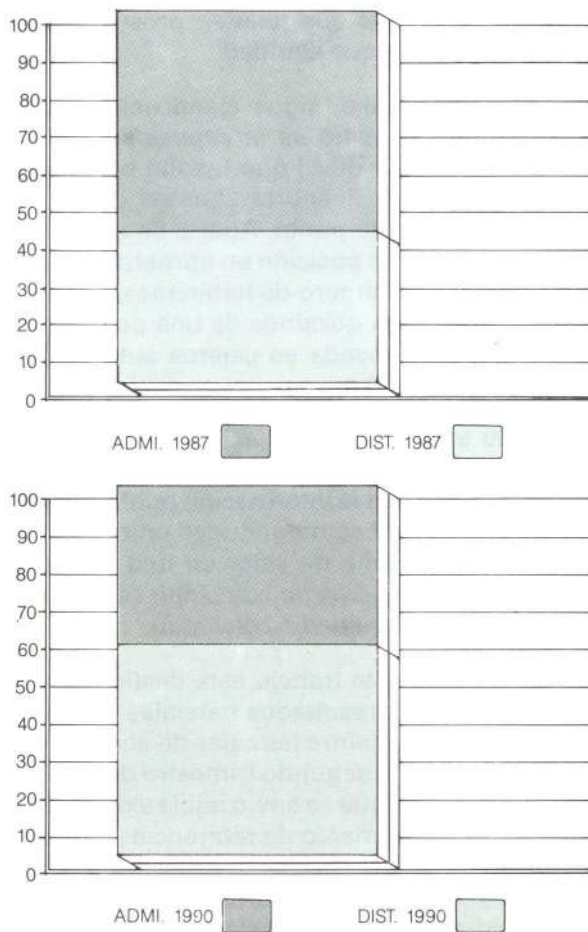
CUADRO NUM. 1
SISTEMAS DE DISTRIBUCION. ALGUNAS COMPARACIONES INTERNACIONALES

	España (1)	Francia (1)	Reino Unido (1)	R. F. Alemania (2)	Italia (1)	Estados Unidos
Oficinas por cada 10.000 habitantes (1986)	7,8	6,5	4,5	7,3	3,2	3,1 (3)
Cajeros automáticos por cada millón de habitantes (1986)	78	132	120	32	32	377 (4)
Tarjetas de crédito por cada mil habitantes (1986)	141	125	375	320	34	1.176 (5)

Fuentes: (1) SEMP;
(2) Anuario de la Oficina Federal de Estadística.
(3) R. L. Polk's Bank Directory-Nort American Ed.
(4) American Banker.
(5) American Banker (Comprende Visa, MC y AE).

GRAFICO 3

DESGLASE DE LAS HORAS—HOMBRE
A NIVEL DE OFICINA



distribución a nivel de oficina, según los datos recogidos en la mencionada encuesta. El desglose general es coherente con datos recogidos de otros países. Más significativo, tal vez, es el cambio que se anticipa por los encuestados en los tres próximos años: se espera que las actividades de distribución pasen a absorber un 60 por 100 de las horas-hombre frente al 40 por 100 actual.

El negocio bancario se ha caracterizado generalmente por el peso notable de los costes fijos (16) en su cuenta de resultados. En este tipo de situaciones, el principal propulsor de coste es el grado de utilización de capacidad. El cuestionario preguntaba directamente a los encuestados por el incremento de volumen (en términos porcentuales) que estimaban podía producir su entidad con los recursos actuales. Las respuestas a esta pregunta se resumen en el gráfico 4.

El gráfico de barras es expresivo por sí mismo: en media, las veintiocho entidades que respondieron a la encuesta creen que el exceso de capacidad puede cifrarse en cerca del 30 por 100. Ahora bien, este dato debe analizarse con cuidado. Muchas empresas de servicios requieren una cierta dosis de «exceso de capacidad» para poder prestar la calidad necesaria. Heskett (1986) señala, por ejemplo, que en determinadas líneas aéreas se advierte un deterioro significativo del buen servicio —respecto de las expectativas— a partir del momento en que la utilización de capacidad sobrepasa el 70 por 100.

Para matizar la importancia del dato, el cues-

GRAFICO 4

PORCENTAJE DE AUMENTO DE VOLUMEN, RESPECTO AL ACTUAL

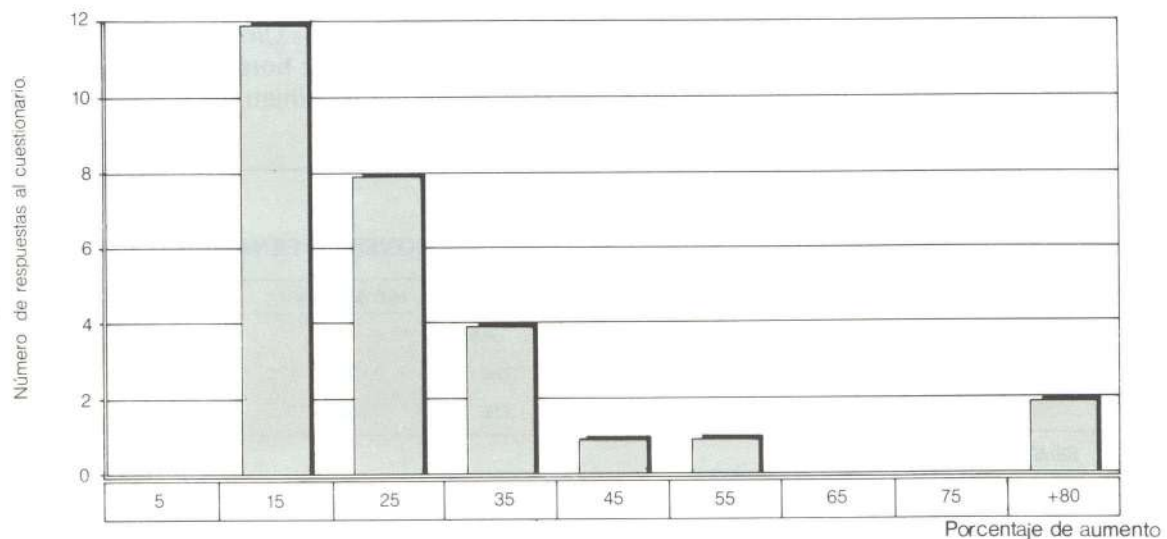
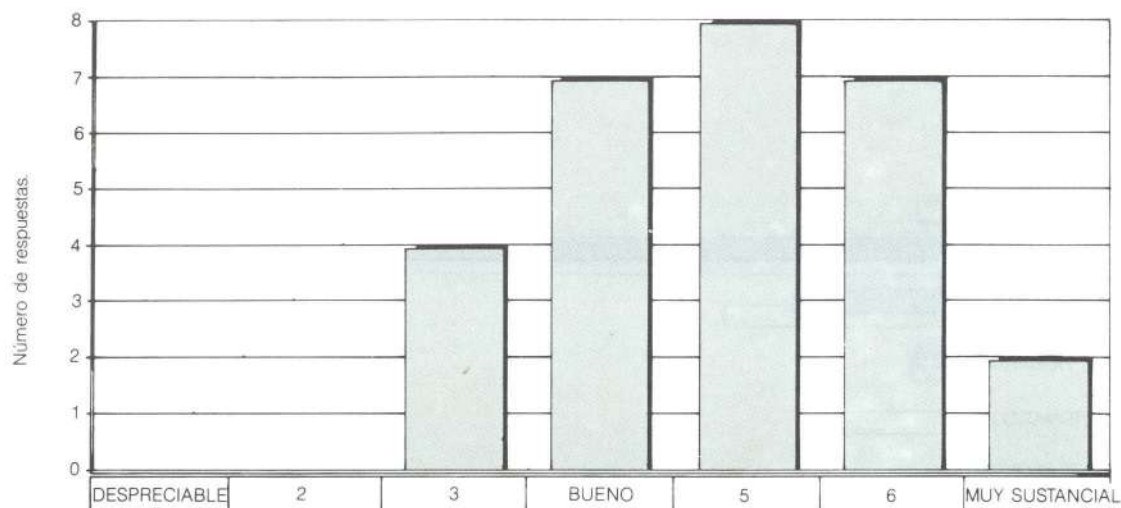


GRAFICO 5

IMPORTANCIA DEL AUMENTO DE VOLUMEN DE ACTIVIDAD



tionario solicitaba que se cualificase la importancia del posible aumento en volumen de capacidad en una escala de 1 a 7. El resultado se muestra en el gráfico 5, que parece indicar una cierta percepción de que el exceso de capacidad no es del todo requerido por imperativos de ca-

lidad del servicio y, en cambio, tiene un impacto significativo sobre los costes de transformación.

El cambio en los sistemas de distribución tiene múltiples manifestaciones, pero dos muy destacadas son el empleo competitivo de la tec-

GRAFICO 6

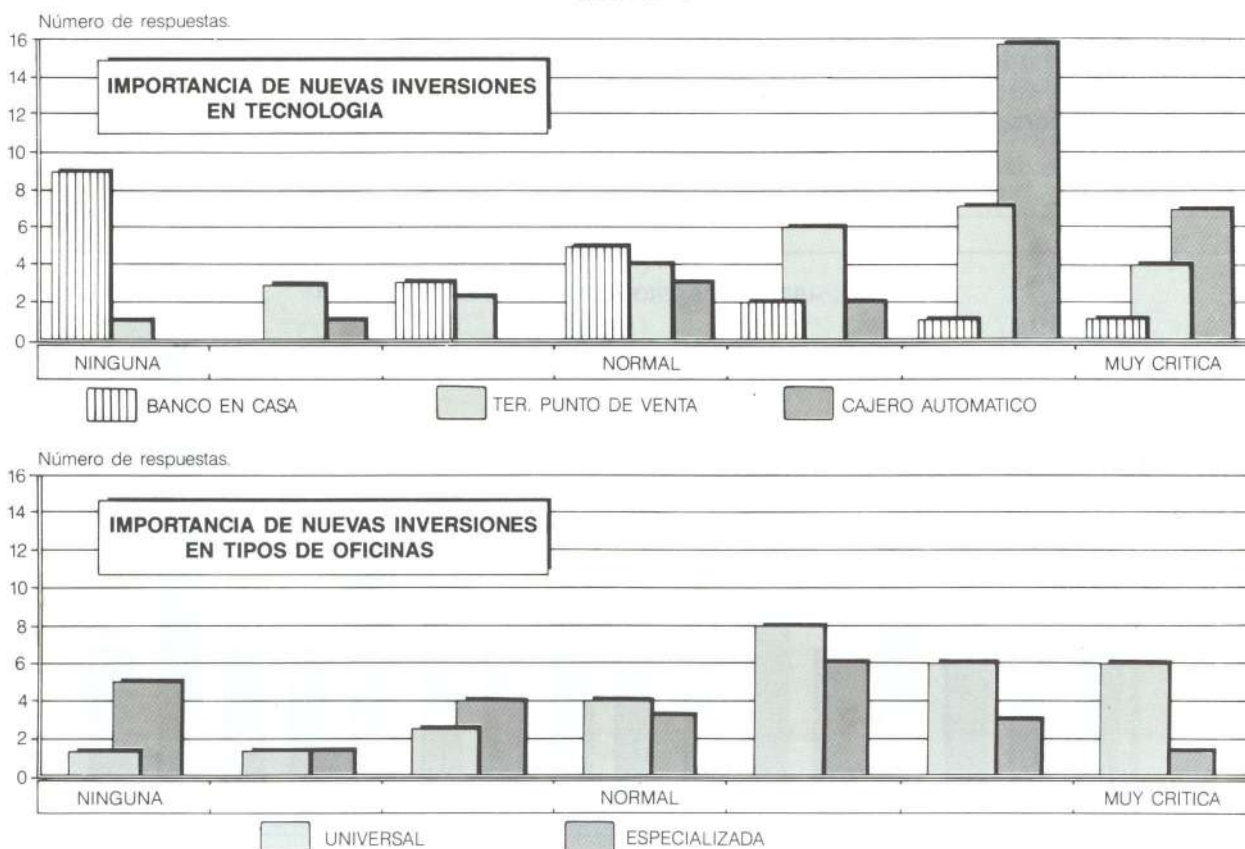
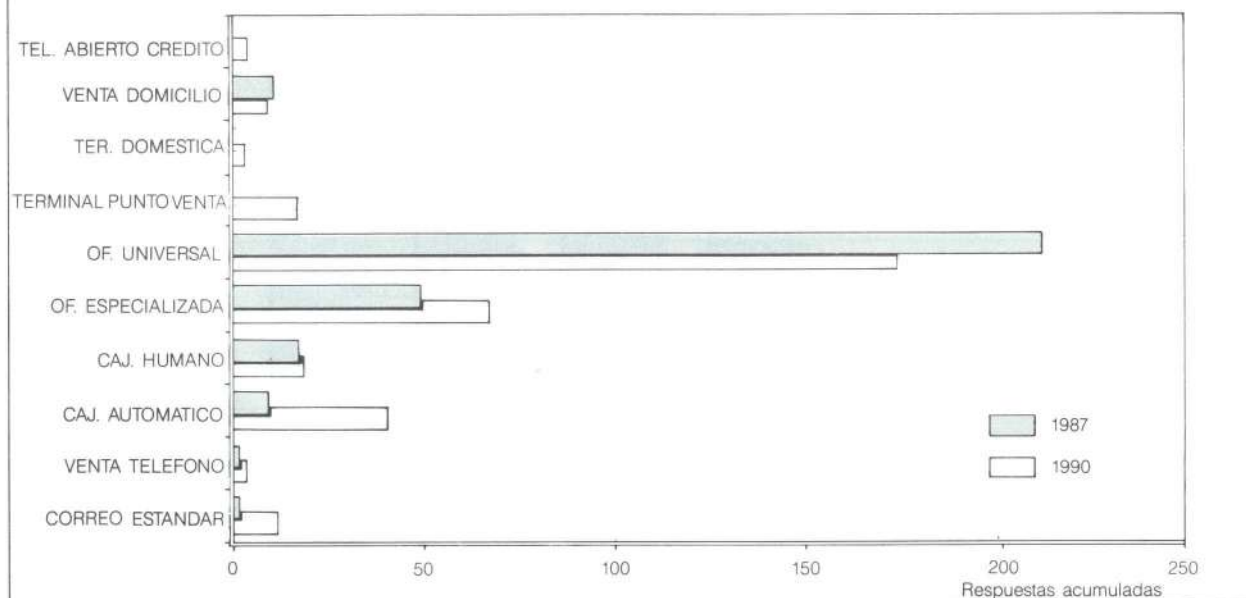


GRAFICO 7

UTILIZACION DE LOS DIFERENTES CANALES DE DISTRIBUCION



nología de la información y los proyectos de especialización de la red para que cada punto de venta se dirija a uno o unos segmentos determinados. El gráfico 6 muestra, en su parte superior, la importancia que los encuestados conceden a las nuevas inversiones tecnológicas en tres áreas determinadas: el banco en casa, las terminales en punto de venta y los cajeros automáticos. La parte inferior del gráfico muestra la importancia que se concede a las inversiones en oficinas: universales *versus* especializadas.

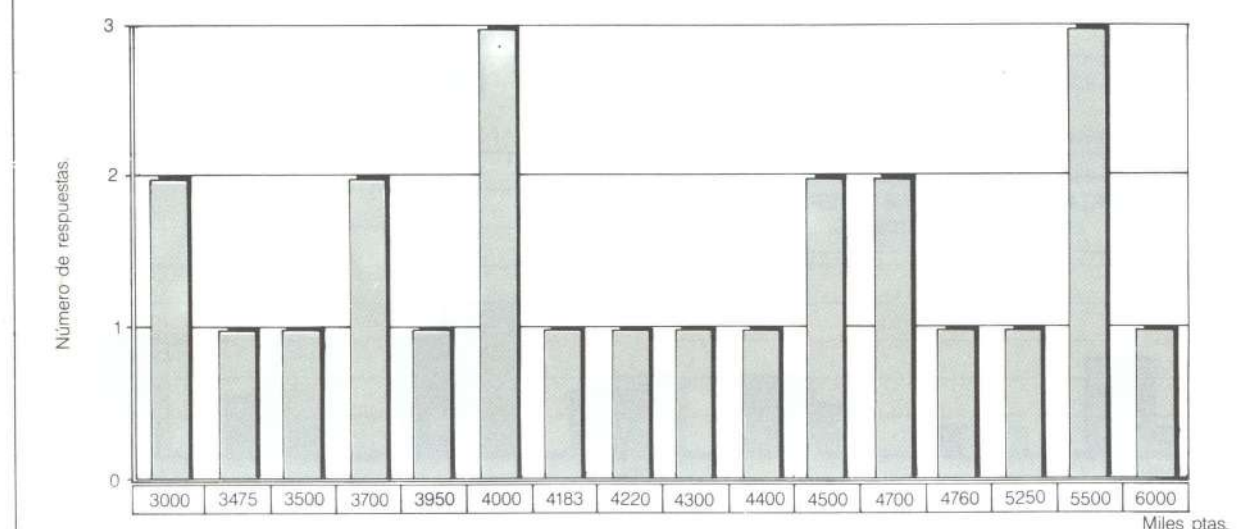
En un apartado del cuestionario, se solicitaba

la opinión de los encuestados sobre el peso que tienen los distintos canales de distribución en la actualidad y el que se espera que tengan dentro de tres años. El resultado se muestra en el gráfico 7, que revela el gran peso que sigue teniendo la oficina universal y, al mismo tiempo, el incremento significativo que se espera de canales alternativos, como la oficina especializada, el cajero automático y el correo estándar (17).

Dada la importancia que los encuestados conceden a los cajeros automáticos, en los gráficos 8 y 9 se presenta información recogida en

GRAFICO 8

COSTE DEL «ULTIMO» CAJERO AUTOMATICO EN PROPIEDAD



el cuestionario sobre dos «propulsores de coste» clave que inciden de forma especial en el coste unitario por transacción realizada: el coste de adquisición y el nivel de utilización. La combinación de ambos indica diferencias importantes de coste entre los distintos competidores. Hoy día, la incidencia absoluta de tales diferencias sobre la Cuenta de Resultados puede ser

menor, pero, a medida que la penetración de los cajeros responda a las previsiones de los propios encuestados, el impacto en términos de coste habrá de hacerse más significativo.

Un elemento adicional que se introdujo en el cuestionario, aprovechando las circunstancias coyunturales, fue una pregunta sobre el impacto

GRAFICO 9

NIVEL DE UTILIZACION DEL CAJERO AUTOMATICO, EN TRANSAC/DIA

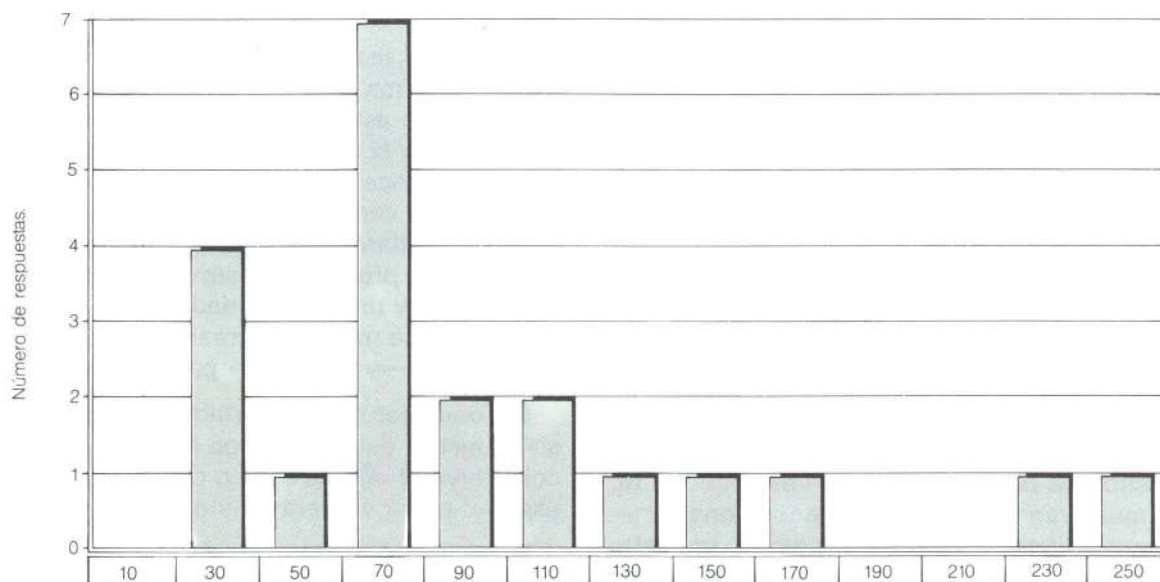


GRAFICO 10

IMPACTO DE LA LIBERALIZACION DE LOS TIPOS DE INTERES EN CUENTAS CORRIENTES Y DEPOSITOS DE AHORRO

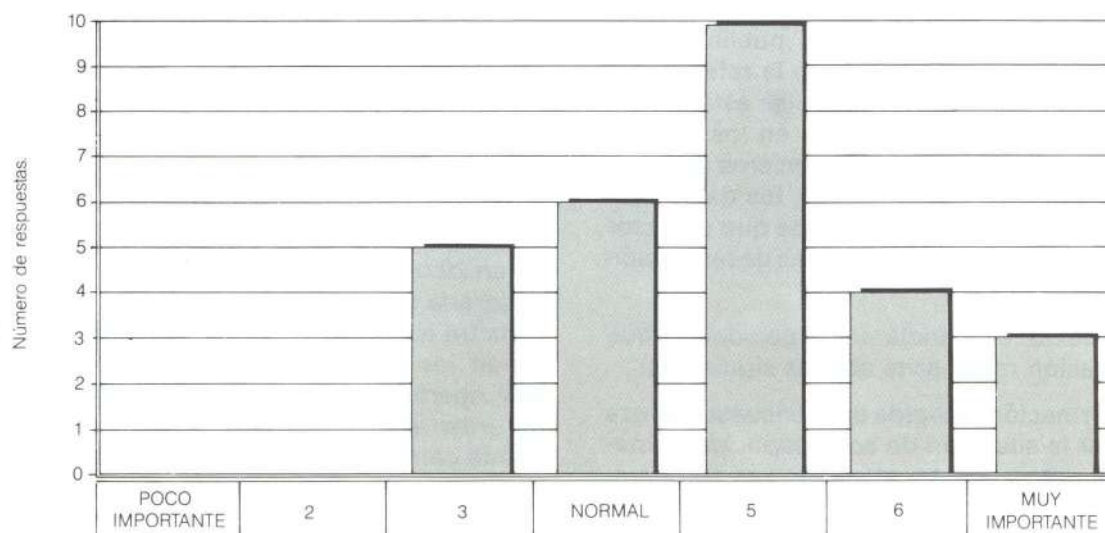
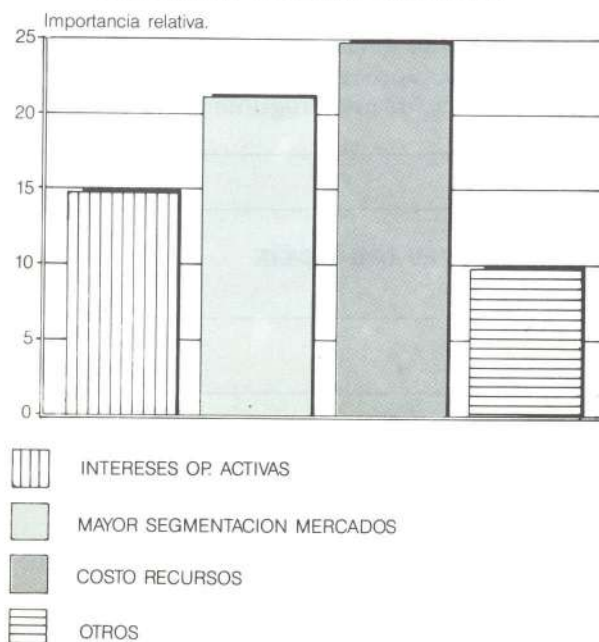


GRAFICO 11

VARIACIONES EN DIFERENTES ACTIVIDADES DEBIDO A LA LIBERALIZACION DE INTERESES



de la reciente liberalización (marzo de 1987) de los tipos de interés sobre cuentas corrientes y depósitos de ahorro a la vista. Los gráficos 10 y 11 muestran que los encuestados consideraban que la liberalización iba a tener un impacto significativo, pero que su efecto se manifestaría en una mayor segmentación de mercados, antes que en un mero traslado del mayor coste de los recursos a los precios de las operaciones activas.

UN DILEMA BASICO

El análisis de la información publicada, así como de los datos recogidos en la referida encuesta, evidencia el cambio que se está produciendo —y el que se anticipa— en los canales de distribución de servicios financieros en España. Más que facilitar respuestas, los datos delimitan con claridad los problemas que el sector bancario español tiene pendientes de resolución en este terreno.

Las reflexiones estrictamente personales que esta situación me suscita son las siguientes:

La información recogida en la encuesta parece confirmar la situación de *sobrecapacidad* instalada que parece afectar al sector. Las comparaciones internacionales ya apuntaban en esta dirección, aunque en las empresas de servicios financieros —que operan principalmente con

personas e información— la capacidad resulte, sin duda, difícil de medir.

Este es un dato de importancia, pero existe el riesgo de que lo evaluemos incorrectamente: su significado último depende de la estructura competitiva del negocio. Sabemos que en productos estándar (*commodity*), donde prevalecen los costes fijos y se compite especialmente en precio, un exceso crónico de capacidad erosiona profundamente la «atractividad» estructural del sector y, por tanto, su potencial de beneficios. La cuestión clave es: ¿en qué medida el sector español de servicios financieros responde a estas características?

A mi juicio, la respuesta depende, en gran parte, de nosotros mismos. Son las acciones que tomemos en estos próximos años las que van a determinar si acabaremos compitiendo en un sector con escasa diferenciación de productos, en donde la variable precio sea la que marque el ritmo fundamental, o si, por el contrario, la variedad en productos y servicios será la nota dominante, y una posibilidad creciente de segmentación de mercados creará un entorno más estimulante —y rentable— para todos.

Las opciones no son ciertamente fáciles, y quisiera ilustrar este punto con lo que, a mi juicio, constituye el *dilema básico* del sector bancario español en su vertiente minorista.

El primer elemento del dilema es la propia situación de sobrecapacidad que sugieren las comparaciones internacionales y confirman los resultados de la encuesta. Gran parte de las diferencias de productividad que se han detectado repetidamente entre las entidades españolas y las de otros países de la Comunidad Económica Europea surgen de esta causa. Ello supone una desventaja potencial en términos de coste frente a posibles entrantes en el mercado minorista a partir de 1992.

Una posible respuesta a esta situación podría estar en una reducción concertada o unilateral de capacidad mediante planes sistemáticos de cierres de oficinas. Ahora bien, ¿resolvería el problema la reducción de la capacidad existente en un 20 o un 30 por 100? Es indudable que ello mejoraría la productividad del sistema y provocaría un aumento de rentabilidad. Pero ¿cuáles serían los efectos secundarios de una acción así? Aparte de las importantes consideraciones de orden social, hay también razones estrictamente competitivas para examinar esta alternativa con mayor profundidad.

El dilema surge porque si bien una medida de este tipo ataca el problema de los diferenciales

de coste, al mismo tiempo erosiona la principal barrera de entrada que el sector bancario español puede ofrecer frente a posibles nuevos competidores: una red de oficinas excepcionalmente tupida.

Es más, si algo nos dice el análisis competitivo de los canales de distribución es que éstos están íntimamente interconectados y, por tanto, deben ser considerados *como un sistema*. Un estudio de cierre (o de apertura, en su caso) de oficinas que no tenga en cuenta el efecto de esta acción sobre los canales alternativos que se relacionan con ellas es inherentemente limitado. Es evidente, a mi juicio, que en determinadas ocasiones hay que reexaminar críticamente la razón de ser de los actuales puntos de venta. Pero una forma *no apropiada* de hacerlo es cerrar aquellas que son menos rentables sin tener en cuenta ninguna otra consideración. Es obvio que abandonar, por ejemplo, el 20 por 100 de las oficinas que muestran una menor rentabilidad sobre la inversión mejorará los resultados del conjunto. Pero es cuestionable, cuando menos, que ello aumente la competitividad a largo plazo de la entidad.

¿Es, pues, la notable extensión de la red española un punto fuerte o un punto débil de nuestro sistema bancario? De nuevo depende del uso inteligente que se haga de ella: bajo el escenario de una red no segmentada ni especializada las consecuencias que predominan son las desventajas de coste. Si, por el contrario, el canal de distribución se adapta bien a las condiciones competitivas de su entorno inmediato, su principal efecto es la contención de posibles competidores. Así pues, el dilema existe realmente, y sólo puede resolverse planteándolo en un plano superior. Esto es, dándonos cuenta de que la reducción de costes, aunque importante, no es la única estrategia posible ni siquiera necesariamente la mejor.

La prescripción genérica que se desprende de este análisis no es fácil. Con todas las dificultades de orden social que ello podría comportar, resulta analíticamente más claro proceder a una reducción pura y simple de la capacidad instalada. Pero ello supondría no reconocer las grandes posibilidades de adaptación y cambio que encierra el sector de servicios financieros, el cual, por sus características propias, no es asimilable a sectores como el siderúrgico o el petroquímico.

Cada entidad va a tener que encontrar sus propias respuestas. Pero el análisis anterior sugiere que, dentro de su diversidad, éstas deberán incorporar algunos elementos comunes. Uno muy

destacado es la necesidad de reconvertir el sistema actual teniendo en cuenta, *simultáneamente*, los segmentos-objetivo y el coste de los canales que se quiere utilizar para alcanzarlos.

NOTAS

(*) Esta ponencia fue presentada el 9 de octubre de 1987 en un Seminario sobre Innovación Financiera organizado por la Fundación FIES. Se basa en resultados parciales de un proyecto de investigación sobre Distribución de Servicios Financieros en España llevado a cabo por un equipo de profesores del IESE con el apoyo de la Fundación FIES.

(1) Esta encuesta forma parte del proyecto a que me refiero en la nota anterior.

(2) Véase, por ejemplo, FANJUL y MARAVALL (1985).

(3) Véase BERGÉS y ONTIVEROS (1986).

(4) La expresión «cautivar» tiene en el idioma castellano una ambigüedad que sugiere todo tipo de interpretaciones. Una persona puede «cautivar» a otra con la inteligencia o con la belleza. También puede utilizar grilletes y cadenas como medio alternativo. Es intrigante preguntarse qué acepción tienen en mente los partidarios de «cautivar» a los clientes.

(5) Véase PORTER (1980) y BALLARÍN (1986).

(6) Véase BALLARÍN (1987).

(7) Este enfoque es radicalmente distinto del que ha adoptado la contabilidad de costes clásica, cuya preocupación dominante ha sido la determinación de los costes completos destinados a la valoración de existencias. Esto ha provocado una erosión de la contabilidad de costes como instrumento de ayuda para la dirección. Un análisis muy apropiado de este proceso puede hallarse en JOHNSON y KAPLAN (1986).

(8) Véase PORTER (1985). El término original en inglés es *cost driver*.

(9) Véase PORTER (1985) y OHMAE (1985). La terminología no es siempre uniforme. En este trabajo he retenido la expresión *value chain*, aunque Ohmae —y otros miembros de la firma McKinsey— utilizan la expresión alternativa *business system*.

(10) Véase, por ejemplo, BALLARÍN (1987).

(11) Véase BIANCO (1986).

(12) Véase CHRISTIANSEN (1985).

(13) Véase MAREMONT *et al.* (1987).

(14) La matriz está reproducida de un artículo de FRIARS *et al.* (1987), todos ellos miembros de la firma The Mac Group.

(15) La encuesta se dirigió también a entidades bancarias, pero su escaso grado de respuesta da poca fiabilidad a los datos recogidos. Por esta razón, los datos presentados en este trabajo se refieren sólo a cajas de ahorros, de las que sí se obtuvo un nivel de respuesta que puede considerarse representativo.

(16) En especial, si los medimos como fracción del margen financiero.

(17) El gráfico 7 recoge todas las respuestas y les da el mismo peso, independientemente del tamaño de las entidades. En la medida en que sean las entidades mayores las que utilicen con mayor profundidad los canales alternativos, el gráfico puede inducir una opinión sesgada sobre el efecto esperado para el conjunto del sistema.

BIBLIOGRAFIA

- BALLARÍN, E. (1986): *Commercial Banks amid the Financial Revolution*. Boston, MA: Ballinger. Versión castellana, *Estrategias competitivas para la banca*, publicada en Barcelona por Ediciones Ariel.
- (1987): «La transformación del negocio bancario», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 17.
- BERGÉS, A., y ONTIVEROS, E. (1986): «Estructura y comportamiento diferencial de la banca multinacional respecto de la gran banca mundial». Ponencia presentada en las Jor-

nadas de Economía Industrial, celebradas en Madrid, el 25 y 26 de septiembre de 1986

- BIANCO, A. (1986): «Jerry Tsai: The Comeback Kid», *Business Week*, 18 de agosto, págs. 72-78.
- CHRISTIANSEN, E. T. (1985): «Sears, Roebuck and Co. in the 80's: Renewal and Diversification». Boston, MA: Harvard Business School Case Services, N. 9-386-029.
- FANJUL, O., y MARAVALL, F. (1985): *La eficiencia del sistema bancario español*. Madrid: Alianza Editorial.
- FRIARS, E. M.; GREGOR, W. T.; LUCILE REID, M., y JOHNSON, M. D. (1987): «Distribution: A Competitive Weapon», en *The Financial Services Handbook*. Edited by FRIARS, E. M., y GOGEL, R. N. New York: Wiley & Sons.
- JOHNSON, H. T., y KAPLAN, R. S. (1986): *Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- HESKETT, J. L. (1986): *Managing in the Service Economy*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- MAREMONT, M., MELCHER, R. A., y VAMOS, M. N. (1987): «And Now, the Saatchi & Saatchi Bank?», *Business Week*, 28 de septiembre.
- OHMAE, K. (1985): *Triad Power. The Coming Shape of Global Competition*, New York: The Free Press.
- PORTER, M. (1980): *Competitive Strategy*, New York: Free Press.
- (1985): *Competitive Advantage*, New York: Free Press.

LA INNOVACION FINANCIERA Y LA SUPERVISION

Miguel MARTIN FERNANDEZ

Una de las características de los años ochenta es la profunda transformación que están sufriendo los mercados financieros mundiales como consecuencia de un proceso rapidísimo de innovación y cambio.

Este proceso de innovación financiera se ha originado por la acción conjunta de una serie de fenómenos que se impulsan mutuamente, como:

- a) La revolución tecnológica en el campo de las comunicaciones y la informática.
- b) La creciente integración de los mercados financieros nacionales e internacionales.
- c) La volatilidad de los movimientos de los tipos de interés y de cambio.
- d) La liberalización de los mercados financieros internos unida a mayores exigencias de capitalización y solvencia.

La acción de estas fuerzas ha dado lugar a un espectacular incremento de la competitividad dentro de los mercados financieros y a la aparición de nuevos y sofisticados instrumentos con los que realizar las funciones clásicas de distribuir riesgos, asegurar la liquidez y satisfacer, simultáneamente, las necesidades de ahorradores e inversores.

Pero la innovación financiera trasciende de la mera creación y generalización de las nuevas operaciones de futuros, opciones, *swaps*, etc. Al mismo tiempo, se están produciendo cambios profundos en la configuración y peso relativo de los distintos canales o sistemas de intermediación y en los agentes que operan en ellos. En realidad, ambos fenómenos están claramente interrelacionados dado que los nuevos instrumentos y técnicas favorecen el uso de determinados sistemas de intermediación y, por ende, se desarrollan más rápidamente en los mismos.

Este proceso de innovación y cambio en los

mercados financieros mundiales se está desarrollando siguiendo tres grandes tendencias o direcciones:

1. En primer lugar, la tendencia hacia la *securitisation* («titularización») y la consiguiente intercomunicación y sustitución del mercado de crédito bancario y el mercado de capitales o valores.

La *securitisation* significa el firme desarrollo de nuevas variedades de títulos financieros negociables en el mercado y cuya emisión tiene como finalidad sustituir al crédito bancario en la financiación de las empresas. Ejemplos bien conocidos de este fenómeno son las emisiones de FRN (*floating rate notes*) en Europa, de *commercial paper* en Estados Unidos o nuestros pagarés de empresa.

Por otra parte, muchos de estos títulos, caracterizados por su vencimiento a corto y su gran liquidez, hacen cada vez más difusa la ya de por sí problemática separación entre pasivos monetarios y no monetarios.

2. En segundo lugar, el proceso de innovación está originando que las entidades bancarias asuman nuevos tipos de riesgo o lo hagan en cuantías y proporciones desconocidas con anterioridad. Estos riesgos derivan de los nuevos instrumentos financieros, muchos de los cuales permiten desdoblarse el riesgo de solvencia del riesgo de mercado, los cuales pueden quedar de esta forma asignados a agentes económicos diferentes. Adicionalmente, los nuevos riesgos no aparecen reflejados, con frecuencia, en los balances y cuentas de resultados tradicionales, pudiendo escapar a la debida consideración de los destinatarios de dichos documentos.

3. En tercer lugar, el proceso innovador está dando lugar a una creciente «globalización» de los mercados financieros. Con este término se hace referencia a tres movimientos de integra-

ción que se están desarrollando simultáneamente:

a) la integración de los mercados nacionales e internacionales;

b) la integración de los mercados de valores y el de crédito bancario ya mencionado, y

c) la progresiva desaparición de las fronteras tradicionales entre el sector bancario y el resto de los intermediarios financieros. Movidos por la mayor competencia, los intermediarios financieros en general han tratado de mantener e incrementar sus cuotas de mercado, ampliando, cuando así se lo permitían las nuevas normativas liberalizadoras, su gama de servicios y productos e invadiendo mercados reservados hasta ahora a otros intermediarios especializados.

No es de extrañar que los bancos centrales estén analizando con todo detalle esta serie de fenómenos y sus efectos sobre la estabilidad del sistema financiero. En particular, las autoridades supervisoras están prestando especial atención y seguimiento a los siguientes temas:

1. En primer lugar, la creciente dificultad para evaluar y controlar correctamente el volumen asumido de riesgos. Este fenómeno se produce tanto a nivel global del sistema financiero como a nivel individual de cada entidad.

A nivel global, la cuestión básica es si la redistribución de riesgos que los nuevos instrumentos están originando entre prestamistas, prestatarios e intermediarios, está suponiendo un incremento del total riesgo asumido por los sistemas bancario y financiero. La capacidad de los nuevos instrumentos de desdoblarse los riesgos y asignarlos a agentes económicos distintos podría, en principio, hacer pensar en una distribución mejor y más diversificada de los mismos. El sistema financiero podría lograr de ese modo una reducción neta del riesgo soportado al transferir a los ahorradores finales el riesgo de mercado existente. Sin embargo, no hay todavía evidencia empírica que ampare esta conclusión favorable. Es más, podría resultar que se viera más que compensada por el incremento del volumen total de transacciones y del riesgo de solvencia inherente en las mismas. Por otra parte, es también patente la posibilidad de que las entidades financieras usen los nuevos instrumentos no como medio de cobertura de riesgos, sino de incrementarlos adoptando posiciones abiertas de carácter especulativo. Por último, no cabe desconocer que algunos instrumentos, especialmente las opciones, pueden estar concentrando los riesgos de mercado en un número reducido de entidades, aumentando así la vulnerabilidad del sistema.

A nivel individual, la mayor parte de las entidades se encuentran con falta de experiencia en la utilización de los nuevos productos financieros y carecen de métodos consagrados para evaluar, seguir y controlar los riesgos correspondientes.

Esta situación puede llevar a subestimar el volumen total de riesgos contraídos por la entidad y a minusvalorar su coste singular. En consecuencia, existe el peligro de alcanzar niveles de riesgo excesivamente altos, así como de adoptar tarifas y precios inferiores a los necesarios para generar las reservas y provisiones precisas para hacer frente a futuras pérdidas que pudieran materializarse.

2. La reducción en los márgenes de intermediación debida a la mayor competitividad y eficiencia de los mercados. Dicha reducción supone una redistribución de renta a favor de los demandantes de servicios financieros y una correlativa disminución de la capacidad de generar beneficios de las entidades bancarias. Esta pérdida de rentabilidad se produce precisamente cuando dichas entidades deben enfrentarse con mayores exigencias de capitalización.

3. La degradación de la información económico-financiera. Como ya hemos señalado, muchos de los nuevos instrumentos no son registrados en el balance de las entidades a pesar de entrañar un riesgo indudable para ellas. En numerosos casos no existen criterios aceptados con generalidad para contabilizar las nuevas transacciones ni pautas precisas para evaluar su riesgo. Lógicamente, a medida que se incrementa el peso de estas transacciones dentro de la actividad global de un ente, las cuentas anuales pueden perder gran parte de su significación y utilidad. Esto es un grave problema no sólo para los supervisores y usuarios externos de los datos contables, sino para la propia gestión interna de las entidades. Sin un conocimiento certero y preciso de los riesgos de sus actividades, los gestores pueden cometer, como hemos visto, graves errores de decisión. Hay que tener en cuenta que el conocimiento que precisan unos y otros usuarios no pueden limitarse al riesgo inherente a cada transacción por separado, sino que es esencial su integración en una evaluación global y conjunta del riesgo total de la entidad, el cual, sin duda, puede diferir sensiblemente de la simple suma algebraica de los riesgos aislados.

Resulta ciertamente desafortunado que estos problemas de información financiera sucedan precisamente cuando, como imprescindible contrapartida a la mayor liberalización de los

mercados, es más necesaria que nunca la total transparencia y máxima apertura informativa de las entidades.

En el plano macroeconómico, no pueden dejar de resaltarse las dificultades que para la conducción de la política monetaria supone el incremento de las operaciones no contabilizadas en el balance o reflejadas con criterios no homogéneos.

4. La *securitisation*, el acceso directo de las grandes empresas a los mercados de capitales, no sólo está suponiendo una menor cuota de mercado a las entidades de crédito, sino que éstas entran en competencia directa con otros intermediarios financieros no bancarios en sentido tradicional. A su vez, como reacción a este fenómeno, los bancos tienden a ampliar su gama de actividades y servicios financieros.

Las consecuencias de este fenómeno son complejas y su evolución marcará la configuración del sector financiero del futuro. Nos limitaremos a señalar aquí, al menos, tres puntos de interés inmediato para las autoridades supervisoras.

a) la posible degradación de la calidad de los activos de las entidades de crédito como consecuencia de la financiación directa de sus mejores clientes en el mercados de valores;

b) el problema del control y la supervisión de las entidades no bancarias y de los llamados «conglomerados financieros», y

c) el cambio que se está operando en la estructura de negocio de los bancos.

Sin querer entrar ahora en estas cuestiones, sí quisiera llamar la atención sobre el dilema que plantea el apartado b) de unificar o diversificar las autoridades supervisoras. A este respecto conviene resaltar el consenso existente sobre la necesidad de unificar los criterios y normas de supervisión, así como que ésta se haga de forma consolidada.

Finalmente, el último apartado nos enfrenta con la conveniencia o no de poner un límite a la lista de actividades que puede desarrollar un banco, y con la necesidad, otra vez, de que los estados financieros se adecúen para dar cobertura analítica adecuada a las nuevas fuentes generadoras de rentas.

En unas circunstancias como las descritas, las autoridades supervisoras deben afrontar con espíritu abierto los nuevos retos de la liberalización e innovación financieras. Es preciso apostar por el progreso, por la mayor eficiencia y los menores costes, que son el fruto esperado de dichas tendencias. Pero éstas también entrañan, como hemos visto, nuevos riesgos e incertidumbres que es preciso analizar, comprender y dominar. Para ello, para encauzar el proceso de innovación sin frenarlo, será preciso mejorar y reforzar la supervisión y el control dedicando a esta tarea los esfuerzos necesarios.

APENDICE

NUEVOS INSTRUMENTOS DE FINANCIACION INTERNACIONAL

Angel BERGES LOBERA
Emilio ONTIVEROS BAEZA
Francisco José VALERO LOPEZ

I. INNOVACIONES EN EUROBONOS

Las principales innovaciones en los mercados de eurobonos han girado alrededor de un mayor control del coste de los mismos en un entorno en el que la volatilidad de los tipos de interés se ha incrementado sustancialmente. En este sentido, podemos señalar, además de la presencia del tipo de interés variable en las *FRN* (*Floating Rate Notes*):

- *Caps*: Fijación de un límite superior al tipo de interés.
- *Floors*: Fijación de un límite inferior al tipo de interés.
- *Collar*: Fijación de límites inferior y superior al tipo de interés.

En estos casos, la innovación puede incorporar no sólo el mero establecimiento de límites al cupón, sino también el que estos límites se asocien a instrumentos negociables por sí mismos (opciones) de forma independiente de los títulos de deuda que los han originado.

En esta misma dirección podemos señalar los *bonos cupón cero*, cuyo coste viene de la diferencia entre su valor nominal a reintegrar en la fecha de su amortización y el importe recibido por su emisión, conceptos ambos que son conocidos en el momento de realizarse la misma.

Igualmente, los *bonos convertibles* y los *bonos con*

warrant (certificados de opción), en la medida que incorporan la posibilidad de que el inversor pueda obtener una rentabilidad adicional por el ejercicio de la conversión o del *warrant*, presentan un cupón menor que el que de otra forma tendría que satisfacer el emisor.

Los *bonos parcialmente desembolsados* (*part-paid*) dan a su emisor la opción de solicitar el desembolso total de los mismos cuando preciese de los fondos.

Las *emisiones no casadas* (*mismatch*) son aquellas en que el nivel del cupón se revisa con una frecuencia diferente a la de su pago.

Las *emisiones multdivisa* están denominadas en una moneda a efectos del cupón y en otra u otras distintas a efectos de la devolución del principal.

Otro tipo de innovaciones se refieren a la *diversificación de monedas de denominación* de las emisiones primarias. En este sentido, cabe destacar una mayor presencia de inversores japoneses en los mercados internacionales de bonos, dando lugar a las siguientes denominaciones especiales de bonos:

- *Shogun*: Bonos denominados en moneda extranjera, emitidos públicamente en Japón por no residentes.
- *Samurai*: Bonos denominados en yens, emitidos públicamente en Japón por no residentes.
- *Sushi*: Bonos denominados en moneda extranjera, ofrecidos por entidades japonesas y dirigidos exclusivamente por firmas financieras japonesas.

CUADRO NUM. 1
BONOS

	1983	1984	1985	1986
Bonos simples	49,4 (32,1)	58,4 (29,6)	92,7 (33,0)	147,2 (39,1)
FRN	19,5 (12,7)	38,2 (19,4)	58,4 (20,8)	50,7 (13,5)
Convertibles/con <i>warrant</i>	8,0 (5,2)	10,9 (5,5)	11,5 (4,1)	22,3 (5,9)
Cupón cero	0,1 (0,1)	1,7 (0,9)	2,0 (0,7)	2,9 (0,8)
Otros	0,1 (0,1)	2,3 (1,2)	3,1 (1,1)	3,3 (0,9)
	77,1 (50,1)	111,5 (56,5)	167,7 (59,8)	226,4 (60,2)

Fuente: OCDE.

- *Geisha*: Bonos denominados en moneda extranjera, colocados previamente en Japón por no residentes.

El cuadro núm. 1 recoge el total de *ofertas externas de bonos* en los últimos años, en miles de millones de dólares, y, entre paréntesis, al porcentaje de participación relativa en el conjunto de los mercados financieros internacionales.

El porcentaje creciente de participación de los bonos es una manifestación de los procesos de *securitization* o *titularización* de los instrumentos financieros, ya que se ha visto acompañado de una reducción de la participación de los *préstamos bancarios tradicionales* en el mismo período señalado.

II. EURONOTAS

Por *euronotas* se entienden todos aquellos programas de financiación cuyo principal método de captación de fondos es la emisión sucesiva de títulos a corto plazo (pagarés o certificados de depósito), amparada en un compromiso de suscripción a medio plazo (generalmente cinco a siete años) por un grupo de entidades financieras. En la terminología de los mercados financieros internacionales, estos programas se han denominado también mediante los acrónimos *NIF* (*Note Issuance Facility*) y *RUF* (*Revolving Underwriting Facility*).

Las euronotas nacen en diciembre de 1978 con una emisión para una compañía neozelandesa, pero no es hasta los años 1984 y 1985 cuando se utilizan de una forma significativa. Su origen responde, en parte, a los fracasos en implantar en los euromercados el *papel comercial*, ya existente en Estados Unidos, intentos que se remontan a los años sesenta. En la actualidad, una vez que se ha conseguido dicha implantación, las euronotas han perdido importancia en favor del papel eurocomercial, como lo muestran los datos de la OCDE, en miles de millones de dólares, que presenta el cuadro núm. 2.

Otra fuente del desarrollo de las euronotas es la pérdida de calidad crediticia de muchos bancos internacionales, fruto a su vez de la crisis de la deuda

externa de diversos países, lo que motivó que muchos inversores desearan adquirir papel emitido por gobiernos y grandes compañías con mejor calificación, lo cual, a su vez, permitía que estos emisores captasen los fondos requeridos con mejores condiciones.

Las euronotas adoptan la forma de pagarés al portador (emisores no bancarios) o certificados de depósito (prestarios bancarios), con denominaciones amplias (generalmente 500.000 y 1.000.000 dólares) y vencimientos a corto plazo (frecuentemente tres y seis meses). La moneda de denominación es el dólar estadounidenses y, en bastante menor medida, el ECU.

Las euronotas suponen una separación entre la toma del riesgo prestatario (bancos) y la provisión de los fondos (inversores), y en este sentido, representan tanto una *titularización* de las líneas de crédito o préstamos, como una forma de *desintermediación bancaria*, dado que los fondos son suministrados primariamente por los inversores y sólo subsidiariamente por los bancos.

Las euronotas han originado distintas *estructuras de distribución*:

- *Agencia de colocación múltiple*: los títulos se asignan automáticamente en una base *pro rata* a los aseguradores (*underwriters*) de la emisión, para su retención por los mismos o para su venta a los inversores.
- *Agencia de colocación única*: un único banco de inversión se dedica a distribuir los títulos, consiguiendo así un mayor control y mejor coherencia en el proceso.
- *Licitación (tender panel)*: los agentes de colocación pujan por la asignación de un tramo de títulos, recibiendo éstos aquéllos que ofrezcan las mejores condiciones.
- *Licitación continua*: para cada tramo de la operación el banco director del panel forma un grupo de licitación, que actuará en sesión ininterrumpida hasta que el tramo haya sido suscrito en base a un precio de referencia (*strike offered yield*, o *SOY*) que acuerda dicho banco con el emisor.

El *coste de las euronotas* consta, básicamente, del interés pagado por las mismas y de las comisiones del programa. En lo que se refiere al primero, los mejores prestarios han sido capaces de obtener tipos inferiores al LIBID (London Interbank Bid Rate), mientras que otros pagan tasas por encima del LIBOR (London Interbank Offered Rate), pero con diferencias (*spreads*) inferiores a los de los créditos sindicados. Las *comisiones* son de dos tipos: la de *suscripción* (periódica), que se paga por el importe nominal del programa NIF, aunque éste no se utilice efectivamente, y la de *dirección* que se paga de una sola vez, a la firma del programa, al banco organizador de éste.

El concepto clásico de las euronotas se ha visto ampliado con dos innovaciones que extienden su contenido en títulos:

CUADRO NUM. 2
EURONOTAS

	1983	1984	1985	1986
NIF	3,5	17,4	36,3	21,4
Otras facilidades back-up(*)	6,0	11,4	10,5	5,6
Porcentaje de participación mercados financieros internacionales	6,2	14,6	16,7	7,2

(*) Aceptaciones bancarias, *back-up* de papel comercial y otros instrumentos.

- *Facilidad múltiple (MOF, o Multi-Option Facility)*, en la cual el compromiso de los bancos es el de respaldar no sólo la emisión de euronotas, sino también otros instrumentos a corto plazo, de diferentes monedas y mercados: aceptaciones bancarias, anticipos a corto plazo, etcétera.
- *Facilidad global, Global Note Facility*, también denominada *BONUS (Borrowers Option for Notes and Underwritten Standby)*, en la cual el compromiso bancario respalda tanto la emisión de euronotas como de papel comercial en el mercado norteamericano.

III. PAPEL COMERCIAL Y NOTAS A MEDIO PLAZO

El *papel comercial* es un instrumento a corto plazo en forma de pagarés con un vencimiento fijo, típicamente entre siete días y tres meses, emitidos al portador y al descuento. Su historia comienza en Estados Unidos a principios del siglo pasado como un medio de que las empresas industriales y comerciales pudieran obtener fondos fuera de su estado, desarrollándose a partir de los años veinte, al ser utilizado por las compañías de financiación al consumo. Hoy por hoy, el mercado norteamericano de papel comercial es, con notable diferencia, el mayor del mundo con un total vivo de unos 326.000 millones de dólares al término de 1986, de los cuales un 11,3 por 100 corresponden a prestatarios extranjeros.

En los mercados internacionales el *papel eurocomercial* ha hecho acto de presencia como una facilidad sin garantía o respaldo crediticio, en claro contraste con las euronotas. Aunque existen antecedentes más lejanos, esta presencia no se hace efectiva hasta los años 1985 y 1986, como muestran las cifras de la OCDE, en miles de millones de dólares, que aparecen el cuadro núm. 3.

CUADRO NUM. 3
PAPEL EUROCOMERCIAL

	1985	1986
Papel eurocomercial	11,2	55,6
Otras facilidades no garantizadas	10,6	8,0
	21,8	63,6
Porcentaje de participación mercados financieros internacionales	7,8	16,9

Estas estadísticas excluyen los programas con cantidades ilimitadas.

Como las euronotas, el papel eurocomercial está básicamente denominado en dólares, con menos de 1 por 100 en ECUs.

El papel comercial se distribuye sobre la base de los mejores esfuerzos por uno o más agentes (*dealers*), aunque en el mercado norteamericano también existe la colocación directa por algunos grandes emisores entre los inversores. En la medida en que se

produce la sustitución, excepto tal vez como agente de colocación de la banca como proveedora de fondos para las empresas, el papel comercial supone un importante paso hacia la *desintermediación financiera*.

El papel comercial, que ya existía, además de en Estados Unidos, en Canadá (desde los primeros años cincuenta), se ha introducido recientemente en diversos mercados nacionales, entre ellos España, donde en los primeros años ochenta tomó forma en los denominados *pagarés de empresa*. Otros mercados nacionales son los de Austria, Hong Kong, Suiza, Singapur, Noruega, Francia, Holanda, Gran Bretaña, Finlandia, Italia y Nueva Zelanda. Su desarrollo responde al fenómeno de la desintermediación financiera, en busca de las mejores condiciones para el emisor.

Esta múltiple presencia del papel comercial en diversos mercados nacionales y en el euromercado, plantea la posible convergencia entre los mismos, y especialmente del euromercado con el mercado norteamericano, fenómeno que se conoce con el nombre de *globalización* del papel comercial. De hecho, algunos emisores pasan de un mercado a otro en función del que resulte más favorable en cada momento.

No obstante esta tendencia, existen significativas diferencias entre el euromercado y el mercado norteamericano de papel comercial:

- En el euromercado, los vencimientos habituales corresponden a tres y seis meses, frente a los veinticinco y cuarenta y cinco días del mercado norteamericano.
- En el euromercado no existe una calificación crediticia (*rating*) reconocida, la cual es imprescindible en el mercado norteamericano.
- En el mercado norteamericano cinco grandes bancos de inversión controlan el 90 por 100 del mercado de colocación por agentes, mientras que en el euromercado —de un volumen mucho menor— éstos están más dispersos, con unos cuarenta bancos para análogo porcentaje del mercado.
- Hay un mayor énfasis en la liquidez y negociabilidad del papel en el euromercado que en Estados Unidos, con sólo un 50 por 100 de los títulos manteniéndose en menos de sus primeros compradores hasta el vencimiento en el euromercado, frente al 95 por 100 en el caso norteamericano.

En la misma filosofía que el papel comercial, pero con un horizonte temporal más dilatado, se dirigen las *notas a medio plazo (Medium Term Notes)*, que son programas de financiación que permiten la emisión de notas en una base continua, generalmente con un rango de vencimientos disponibles (usualmente entre nueve meses y diez años), entre los cuales el inversor elige el que cree más conveniente. Estos programas nacen en Estados Unidos en los primeros años setenta por la actividad de las compañías financiadoras de la adquisición de automóviles, habiéndose extendido recientemente su uso a otras em-

presas industriales. En 1986 el mercado norteamericano de estas notas captó en torno a los 50.000 millones de dólares.

En 1986, estas notas se introdujeron en los euromercados, y desde entonces hasta el 30 de junio de 1987, los diez agentes más activos han captado un total de 38.000 millones de dólares en 83 programas. A destacar que el primer riesgo soberano que ha acudido a este mercado es precisamente el Reino de España, en septiembre de 1987.

En términos de vencimientos, las euronotas a medio plazo rellenan la brecha entre la financiación a corto plazo (hasta un año) —por ejemplo, vía papel comercial— y el mercado de bonos a largo plazo. En el euromercado los vencimientos más usuales se sitúan en el espectro entre los dieciocho meses y los tres años. Sin embargo, este instrumento no es una mera extensión del papel eurocomercial ni un acortamiento del mercado de bonos, ya que tiene sus propias características, como son las de una estructura de costes muy favorable, dada la flexibilidad que ofrecen, y la no exigencia de un mínimo tamaño inicial que garantice su liquidez.

Precisamente, la preocupación por la liquidez de estas notas ha provocado la aparición de las innovaciones en su distribución:

- *Estructuras en serie*, que se emiten en tramos separados con cupones y vencimientos prefijados, con la posibilidad de emitir en cualquier día a un vencimiento específico.
- *Multi-Tranche Tap Notes (MTTN)*, que incorporan una emisión inicial mínima —en torno a los cincuenta millones de dólares—, que garantice la liquidez de las sucesivas pequeñas emisiones con idénticas características.

IV. SWAPS

Los *swaps*, o permuta financiera, constituyen una técnica según la cual dos partes acuerdan intercambiar dos corrientes de pagos de intereses. Si estas corrientes están denominadas en la misma moneda, pero con distintas bases de tipos de interés, la operación se califica como *swap de tipos de interés*. Si dichas corrientes están denominadas en divisas diferentes, con la misma base de intereses, el intercambio da lugar a un *swap de divisas*. Por último, si las monedas y las bases de intereses son distintas, la operación se denomina *swap cruzado* de tipos de interés.

Los *swaps* no se negocian en mercados organizados y, al representar *operaciones fuera de balance*, no existe por parte de las instituciones financieras que las negocian una obligación de informar regularmente sobre sus actividades en este campo. Sin embargo, las estimaciones existentes muestran un crecimiento muy significativo del volumen de *swaps* en los últimos años, especialmente en los de tipos de interés, que son los más utilizados. En el cuadro número 4 figuran las estimaciones del Banco de Inglaterra, en miles de millones de dólares.

CUADRO NUM. 4
SWAPS

	Swap de tipos de interés (1)		Swaps de divisas (2)
	Usuarios finales	Interdealers	
1982	3	ND	3
1983	20	ND	6
1984	80	ND	13
1985	142	28	24
1986	250	57	45

(1) Valor nominal vivo.

(2) Flujos.

Si bien los *swaps*, en principio, ayudan a cubrir los riesgos de tipos de interés y/o de tipo de cambio, tienen una finalidad más fundamental, cual es la de tratar de aprovechar las oportunidades de arbitraje entre los principales mercados financieros, de forma que no sólo se cubran los mencionados riesgos, sino que, además, se minimicen los costes de la financiación (o, en su caso, se maximice el rendimiento de la inversión, ya que los *swaps* pueden ser tanto de activos como de pasivos). En este sentido, los *swaps*, cuya utilización supone la existencia de desajustes en plazos y condiciones entre los mercados financieros, constituyen parte fundamental de lo que se ha denominado la *ingeniería financiera*, término que expresa el grado de sofisticación actual de la gestión financiera de las empresas ante los riesgos asumidos y las oportunidades existentes en los mercados.

En una típica operación *swap* de tipos de interés (*coupon swap*), una de las partes emite deuda a tipo de interés fijo al tiempo que la otra emite deuda a tipo de interés flotante, intercambiándose ambas partes sus obligaciones de pago de intereses. El *swap* de tipos de interés puede implicar también el intercambio de pagos de intereses derivados de instrumentos con un tipo flotante determinado por los correspondientes a otro tipo flotante diferente (*basis rate swaps*).

En los *swaps* de tipos de interés, el principal de la deuda es aplicable únicamente por el cálculo de los intereses que han de intercambiarse, no existiendo en ningún momento traslación física del mismo entre las partes.

Una variación de estos esquemas es el *swap cupón cero*, donde sólo se realiza un único pago por tipos de interés fijo al término de la operación.

Los *swaps* en divisas, si bien son menos utilizados que los anteriores, ofrecen, sin embargo posibilidades más amplias y flexibles. Estas operaciones se basan en que una empresa o institución explota su más amplio o más fácil acceso a una determinada moneda para ponerla a disposición de la otra parte a cambio de la moneda en la que la segunda parte dispone de ventaja comparativa.

En general, todo *swap* de divisas se articula básicamente en tres fases: intercambio inicial del principal, intercambio de los pagos por intereses y reintercam-

bio de las sumas del principal. El intercambio del principal puede ser físico o puramente notional.

El *swap de divisas simple (straight currency swap)* formaliza el intercambio de las monedas al tipo de cambio actual con un compromiso de deshacer la operación en un momento futuro al mismo tipo de cambio. La parte que recibe la moneda con mayor tipo de interés paga a la otra el diferencial según la paridad de intereses.

También se consideran como *swaps* los *contratos forward a largo plazo*, que, fuera del mercado interbancario de contratos a plazo, tienen lugar por la ausencia en este último de determinadas monedas o vencimientos.

Los *préstamos back to back* y los *préstamos paralelos* son las modalidades de las que derivan los actuales *swaps*. Los primeros son préstamos entre dos compañías en diferentes países, cada una de las cuales otorga a la otra un préstamo en su moneda respectiva. Los préstamos paralelos implican también a dos compañías en diferentes países, cada una con una subsidiaria en el otro país, de forma que cada empresa otorga un préstamo a la filial de la otra.

La negociación creciente de *swaps* ha originado la aparición de los *intermediarios* (bancos comerciales y de inversión) que vinculan a las partes mediante *swaps* realizados aislada, pero simultáneamente, con cada una de ellas. Estos intermediarios configuran el *mercado primario de swaps*, con sus propios segmentos a corto y largo plazo.

El inicio de algunas entidades financieras de doble cotización (precio comprador y vendedor) ha contribuido a la emergencia de un *mercado secundario de swaps* ya existentes, facilitando las posibilidades de compra o colocación de posiciones complementarias.

V. FUTUROS FINANCIEROS

Un *contrato de futuros* obliga a las partes intervinientes en el mismo a comprar o vender ciertos bienes o títulos a un precio especificado en una fecha, o rango de fechas, del futuro estipulada de antemano.

El contrato de futuros se distingue del *contrato a plazo*, o *forward*, por negociarse en un mercado organizado bajo términos altamente normalizados y por estar sometido a ajuste, al término de cada sesión, al valor de mercado, es decir, al final de cada día de negociación la parte favorecida por la evolución del precio del contrato es acreditada por su ganancia del día, mientras que lo contrario ocurre con la otra parte. Para garantizar las obligaciones resultantes de estos flujos intermedios durante la vida del contrato, a las partes intervinientes se les exige el depósito de una fianza inicial (*margen*) que están obligados a mantener siempre por encima de un cierto nivel mínimo, realizando, en su caso, los depósitos adicionales que se requieran (*margen de variación*).

Institucionalmente, todo el sistema de los contratos de futuros descansa en la presencia de una *cámara*

de compensación (clearinghouse), que, al ser efectivamente la entidad de contrapartida en los mismos, posibilita su negociación despersonalizada y, al mismo tiempo, garantiza su cumplimiento en prácticamente toda circunstancia.

Los contratos de futuros nacieron a finales del siglo pasado en relación con el comercio de determinados productos agrícolas. Sin embargo, en la actualidad los contratos de futuros más importantes se refieren a *activos financieros: tipos de interés, divisas e índices bursátiles*, a los que se han unido, recientemente, las *acciones* en Australia. Este cambio de rumbo no es ajeno a la creciente volatilidad de las variables básicas de los mercados financieros: tipos de interés, tipos de cambio y cotizaciones de los títulos, teniendo en cuenta que los contratos futuros, al estipular un precio fijo en un vencimiento futuro, son, básicamente, un *instrumento de cobertura del riesgo* de que el precio del activo subyacente se mueva en dirección contraria a los intereses de la parte interviniente.

Los *mercados de futuros más importantes* del mundo están situados en la ciudad norteamericana de Chicago. En el campo de las *divisas*, destaca la Chicago Mercantile Exchange, CME, que los introdujo en 1972 en su división International Money Market, IMM. Las divisas negociadas en la actualidad son, siempre en relación con el dólar americano: dólares australiano y canadiense, marco alemán, ECU, francos francés y suizo, libra esterlina y yen japonés. En 1981, esta misma Bolsa introdujo lo que técnicamente es un contrato de tipos de interés, de especial importancia en financiación internacional: el *futuro sobre depósitos del eurodólar*. Además, en 1982 comenzó a negociar *futuros sobre un índice bursátil*, el *Standard & Poor's 500*, aunque la Bolsa que introdujo por primera vez este tipo de contratos fue la Kansas City Board of Trade, con el índice *Value Line*, en ese mismo año.

En el campo de los futuros en tipos de interés destaca el Chicago Board of Trade, CBOT, donde se introdujeron en 1975, concretamente para los *certificados de ahorro* de la GNMA (Government National Mortgage Association), si bien el contrato más negociado en la actualidad es el relativo a los *bonos del tesoro norteamericano*.

Las estadísticas que se presentan en el cuadro número 5, referidas al año 1986, muestran, en miles de contratos, los *futuros financieros más negociados* en el mundo, así como su lugar dentro del conjunto de todos los futuros, financieros o no.

Es decir, dentro de los 25 primeros contratos de futuros de todas clases, 12 se refieren a instrumentos financieros, entre ellos los cuatro primeros; pero, sobre todo, hay que destacar que el contrato más negociado supera en más de 2,5 veces a su siguiente y en más de seis al primer futuro no financiero (un contrato sobre el oro).

En Europa, el principal —y primero en el tiempo— mercado de futuros financieros, el London International Financial Futures Exchange, LIFFE, abrió sus puertas el 30 de noviembre de 1982. Con un volumen de

**CUADRO NUM. 5
FUTUROS FINANCIEROS**

<i>Contrato</i>	<i>Bolsa</i>	<i>Volumen</i>	<i>Número de orden</i>
Bonos Tesoro, Estados Unidos	CBOT	52.599	1
Indice S&P 500	CME	19.505	2
Opciones bonos Tesoro	CBOT	17.314	3
Eurodólares	CME	10.825	4
Marco alemán	CME	6.582	7
Franco suizo	CME	4.998	10
Notas Tesoro, Estados Unidos	CBOT	4.426	12
Yen japonés	CME	3.970	13
Indice NYSE (1)	NYSE (1)	3.124	18
Libra esterlina	CME	2.701	20
Opciones marco alemán	CME	2.206	21
Opciones S&P 500	CME	1.886	24

(1) New York Stock Exchange y New York Futures Exchange.
Fuente: Chicago Board of Trade.

contratación de 6,95 millones de contratos (no sólo futuros, sino también opciones) en 1986, en este mercado se negocian futuros del eurodólar sobre el tipo de interés a tres meses de la libra esterlina, de bonos del tesoro norteamericano, de bonos gubernamentales británicos (*gilts*) y japoneses, sobre el índice bursátil FT-SE 100, y en las siguientes divisas en relación con el dólar: marco alemán, libra esterlina, franco suizo y yen japonés.

Otro mercado europeo de futuros financieros, nacido en febrero de 1986, es el MATIF (Marché à Terme d'Instruments Financiers), de París, que negocia futuros de bonos y pagarés públicos, con 113.000 contratos negociados en su primer año de existencia. En 1987 ha abierto sus puertas otro mercado de futuros en Amsterdam, también relacionado con fondos públicos.

En España, hoy por hoy, no existen futuros financieros. Sin embargo, la circular núm. 12/1986, del 17 de junio, del Banco de España a las entidades delegadas, regula los denominados *forward rate agreements*, o *FRAs*, que son contratos a plazo de tipos de interés negociados, no en un mercado organizado, sino directamente con una entidad bancaria, y cuya finalidad es la misma que la de un contrato de futuros de tipos de interés: la cobertura del riesgo de que este último se mueva en una dirección desfavorable para el tomador del FRA.

VI. OPCIONES FINANCIERAS

Una *opción* es un contrato que conlleva un derecho, pero no la obligación, a comprar o vender ciertos bienes o títulos a un precio especificado (denominado *precio de ejercicio*) y durante un tiempo estipulado, que concluye en la *fecha de vencimiento o de expiración* de la opción.

Este contrato puede estar implícito en otro instrumento financiero (como, por ejemplo, la opción de convertibilidad en acciones de una emisión de obligaciones o bonos) o negociarse por sí mismo, dentro o fuera de un mercado organizado. En este último caso,

se han desarrollado cuatro tipos de *opciones financieras*, según que el objeto de las mismas sean *acciones*, *índices bursátiles*, *instrumentos de deuda* o *divisas*.

Toda opción se puede comprar o vender (es decir, emitir), pero, independientemente de ello, existen dos tipos básicos de opciones, según la clase de derecho que conllevan: *opción de compra* (o *call*) y *opción de venta* (o *put*). En relación con el ejercicio temporal de este derecho, las opciones se clasifican en *européas* (sólo pueden ejercerse en la fecha de expiración) y *americanas* (pueden ejercerse en cualquier momento, dentro de su plazo de validez), distinción que, en contra de lo que pudiera parecer, no tiene una connotación geográfica, ya que la mayoría de las opciones que se negocian en los mercados organizados existentes en el mundo son de tipo americano, lo cual no deja de ser lógico, dada la mayor flexibilidad que ofrecen para su comprador.

El primer mercado organizado de opciones vio la luz en abril de 1973: la Chicago Board Options Exchange (CBOE), que es hoy el mayor del mundo, con más de 180 millones de contratos negociados en 1986, unos dos tercios de los cuales corresponden a un sólo instrumento: el índice bursátil *Standard & Poor's 100*, «la opción más popular del mundo», que fue introducida en marzo de 1983.

Desde el punto de vista de la financiación internacional, tienen mayor interés la Bolsa de Filadelfia, donde desde diciembre de 1982 se vienen negociando opciones sobre las principales divisas, en relación siempre con el dólar americano: dólar australiano y canadiense, marco alemán, ECU, franco francés y suizo, libra esterlina y yen japonés, así como la Chicago Mercantile Exchange (CME), donde se negocian *opciones sobre futuros*, no sólo de divisas, sino también de tipos de interés, destacando las que se refieren a los futuros del eurodólar.

En Europa, la primera bolsa de opciones que abrió sus puertas fue la European Option Exchange (EOE), de Amsterdam, en abril de 1978, con una pretensión —como su nombre indica— pan-europea, que luego no frugó. Aparte de negociar diversas opciones en divisas, especialmente del florín holandés en relación

con el dólar y la libra, su interés internacional se ha incrementado recientemente, al recoger por vez primera la negociación de una opción sobre un índice bursátil norteamericano fuera de Estados Unidos, concretamente el *Major Market Index (MMI)*, de la American Stock Exchange (AMEX), segunda Bolsa de Nueva York. En 1986, la EOE negoció 9,8 millones de contratos.

Pocos días después que la anterior, la Bolsa de Londres abrió sus puertas a las opciones con el London Traded Options Market (LTOM), aunque, desde el punto de vista internacional, en esta ciudad tiene mayor interés, como su propio nombre indica, el London International Financial Futures Exchange (LIFFE), donde se negocian opciones sobre los futuros del eurodólar, y, al igual que en el LTOM, opciones sobre el marco y la libra en relación con el dólar.

Además, existen en Europa dos bolsas de opciones en Estocolmo, se negocian opciones sobre tipos de interés en las Bolsas de Frankfurt y Dusseldorf, y, para inicios de 1988, está prevista la apertura de una nueva bolsa en Suiza.

Los mercados organizados no son los únicos lugares donde se pueden negociar opciones. Especialmente en el caso de las divisas, existen las denominadas opciones *over the counter* (OTC), o extrabursátiles, que algunas fuentes estiman del mismo volumen que las negociadas en Bolsa. Estas opciones son generalmente emitidas por bancos y compradas por clientes habituales de los mismos, y su desarrollo en la satisfacción de las necesidades de estos últimos ha generado toda una gama de productos denominados *instrumentos de tercera generación* en relación con el riesgo de cambio (la primera son los contratos al contado y a plazo, mientras la segunda la forman los *swaps*, los futuros y las opciones simples), que suelen estar basados en combinaciones de *forwards* (contratos a plazo) y opciones.

En el caso de Londres, verdadera capital mundial de los mercados monetarios, se ha desarrollado un mercado interbancario de opciones en divisas de carácter semiformalizado: el London Interbank Currency Options Market (LICOM), inaugurado en julio de 1984, en el que operan más de 100 bancos y se negocian más de 30 divisas.

La principal utilidad de las opciones reside en que son un *instrumento de cobertura de riesgos* (por ejemplo, el riesgo de cambio) *con la máxima flexibilidad posible*, y en este sentido han sido comparadas con un *seguro*. Esta flexibilidad deriva del hecho de que las mismas conllevan un derecho, pero no una obligación. Así, si se ha adquirido una opción de compra de una divisa, se garantiza un tipo de cambio máximo al cual conseguir ésta. Si, luego, la evolución del tipo de cambio hace más ventajoso comprar la divisa en cuestión directamente en el mercado, basta con no ejercer la opción.

Análogamente, si un exportador, que ha recibido un importe en una determinada divisa por sus bienes y servicios, quiere garantizar un tipo de cambio míni-

mo a recibir por la misma, puede adquirir una opción de venta, que no le impedirá ceder directamente la divisa obtenida al mercado si con ello consigue un tipo de cambio más favorable.

Esta cobertura con flexibilidad máxima tiene un coste: el precio o *prima* de la opción, que es la ganancia inmediata que obtiene su vendedor a cambio de la cobertura de los riesgos del comprador. Este coste es generalmente superior al de otros instrumentos de cobertura de riesgos que no ofrecen análoga flexibilidad (por ejemplo, los futuros). El que el pago del precio sea, a la postre, «inútil» (por no haberse producido el riesgo cubierto) es la única contingencia que asume en su contra el comprador de la misma.

Aunque las opciones, hoy por hoy, no existen en España, la normativa actualmente vigente sobre *inversiones españolas en el exterior* ha liberalizado su posible uso desde nuestro país en determinados casos.

VII. EUROACCIONES

Por *euroacciones*, en sentido amplio, se entiende el conjunto de instrumentos orientados hacia la internacionalización, actual o potencial, del capital propio de las empresas a través de los euromercados. Es decir, este término incluye no sólo las acciones propiamente dichas (ordinarias o preferentes), sino también aquellos instrumentos de *deuda convertible* en acciones o que conllevan el derecho a adquirir acciones, al tener incorporado un *warrant* o certificado de opción.

La importancia de las euroacciones se ha incrementado sustancialmente, aunque todavía suponen una porción modesta, especialmente las acciones propiamente dichas, del conjunto de los mercados financieros internacionales. En miles de millones de dólares y colocando entre paréntesis el porcentaje de participación relativa en este conjunto, véanse las cifras del cuadro núm. 6.

El fenómeno de las euroacciones se suele asociar con el de la *internacionalización de las Bolsas de valores*. Sin embargo, ambos términos esconden realidades independientes, aunque estrechamente relacionadas. En efecto, las euroacciones en un sentido propio remiten a la colocación de acciones fuera del mercado doméstico por medio de sindicatos de bancos y firmas de valores, colocación que no tiene por qué pasar —y de hecho no pasa— por una Bolsa de valores.

Aunque el prefijo euro no tiene en financiación internacional un contexto geográfico necesariamente europeo, lo cierto es que, con diferencia, la mayor parte de las euroacciones propiamente dichas tienen su origen en países europeos, y muy especialmente en aquellos pertenecientes a la Comunidad Económica Europea. Además de subrayar la necesidad de capitales propios por parte de las empresas de estos países, esta circunstancia refleja la insuficiencia y rigidez de los mercados de valores de tales países para

CUADRO NUM. 6
EUROACCIONES

	1983	1984	1985	1986
Bonos convertibles	7,2 (4,7)	9,3 (4,7)	8,0 (2,9)	7,1 (1,9)
Bonos con <i>warrant</i>	0,8 (0,5)	1,6 (0,8)	3,5 (1,2)	15,2 (4,0)
Acciones	— (0,0)	0,3 (0,1)	2,3 (0,8)	11,3 (3,0)
	8,0 (5,2)	11,2 (5,7)	13,8 (4,9)	33,6 (8,9)

Fuente: OCDE.

absorber, en buenas condiciones, los volúmenes de fondos requeridos. En este sentido, algunas colocaciones de euroacciones han sido consecuencia de *programas de privatización* de empresas públicas de diversos países.

Las euroacciones y, en general, todo el proceso de *internacionalización de las acciones* de las empresas se contempla como una fase más del proceso de integración financiera mundial, especialmente significativa y delicada en este caso, ya que estos títulos dependen estrechamente de la idiosincrasia de las empresas cuyo capital social representan, incluyendo en la misma las peculiaridades de los marcos institucionales en que actúan, y en que, por tanto, pueden negociarse habitualmente las acciones objeto de colocación internacional.

En particular, los *derechos de voto* asociados normalmente a las acciones, y la preocupación por la subsiguiente pérdida del control en las empresas, hacen que en algunos países la internacionalización esté limitada a acciones sin voto (o con voto menor). En Francia, por ejemplo, es posible negociar separadamente la acción de sus derechos de voto a través de los denominados *certificados de inversión*.

Otras novedades en este capítulo ocurridas en los mercados financieros son las *notas en acciones* (títulos de deuda que sólo son amortizables en acciones), la emisión de acciones con *warrant*, y, muy recientemente, lo que podríamos denominar la *acción multi-divisa*, introducida por el Scandinavian Bank (banco británico, a pesar de su nombre, aunque, eso sí, de propiedad mayoritaria de un grupo de bancos nórdicos), cuyo capital social está denominado en cuatro divisas distintas: marco alemán, franco suizo, dólar y libra esterlina.

En esta dirección debemos mencionar los *recibos de depósito* (*depository receipt*), cuyo uso se remonta en Nueva York nada menos que a 1927, y que representan la propiedad de un grupo de acciones depositadas en un banco de su país de origen, pero que son emitidos por un banco del país de destino. Se logra así una «traducción» o conversión de las acciones de un país a otro, con lo que se facilita enormemente el manejo y negociabilidad a nivel internacional de las mismas.

El principal problema que plantean las euroacciones es el denominado *Flowback*, o los flujos de retorno de las acciones a su mercado doméstico, con lo cual no sólo se destruye la pretendida internacionalización de capital social, sino que, además, puede tener efectos depresivos sobre las cotizaciones en el mercado doméstico. Una anticipación de este fenómeno contribuyó al fracaso de la mayor colocación de euroacciones intentada hasta la fecha: 1.620 millones de dólares de tres clases de acciones distintas de la empresa FIAT.

La mayor emisión primaria de euroacciones, excluyendo las privatizaciones, ha tenido lugar recientemente —en mayo de 1987— para la empresa holandesa Philips, con 480 millones de dólares y 20 millones de acciones, distribuidas en seis áreas geográficas: Estados Unidos, Holanda, Alemania Occidental, Reino Unido, Japón y Suiza, mediante un sistema de *subsindicación regional* rígidamente mantenido.

España está presente de algún modo en los procesos de internacionalización del capital propio de sus empresas. En 1986 nueve empresas españolas (seis bancos, una inmobiliaria, una eléctrica y la CTNE) estaban presentes en un total de siete bolsas extranjeras.

COLOQUIO

SINTESIS DE LAS IDEAS APORTADAS

La mayor parte de las colaboraciones contenidas en este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* son, como ya se ha indicado, el fruto de un seminario sobre «Innovación Financiera» organizado por la Fundación FIES en colaboración con la Fondation des Sciences Humaines. Las intervenciones de cada uno de los ponentes fueron seguidas de un amplio coloquio en el que actuaron de moderadores Braulio Medel Cámara, presidente del Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda; Manuel J. Lagares Calvo, director adjunto de CECA, y Juan José Toribio Dávila, secretario general de la Caja de Pensiones.

Seguidamente se ofrece una síntesis de las principales ideas surgidas en el citado coloquio, a través de las respuestas que los distintos ponentes dieron a las preguntas y cuestiones suscitadas por los asistentes. Para mayor comodidad de los lectores este resumen se presenta clasificado en el mismo orden en que aparecen las colaboraciones del presente número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero*.

I. ASPECTOS GENERALES Y EXPERIENCIAS DE LA INNOVACION FINANCIERA

Jean-Claude Chouraqui

1. En el desarrollo de la política monetaria se ha ido dando una prioridad creciente al control de los tipos de cambio frente al control de magnitudes cuantitativas. Este desplazamiento de la instrumentación del control no debe llevar

necesariamente a incrementar los márgenes de fluctuación permitidos en los tipos de cambio dentro del Sistema Monetario Europeo, ya que la limitación de fluctuaciones es una forma de forzar una mayor coherencia entre las políticas económicas de los países comunitarios.

2. La creciente internacionalización de la actividad bancaria obliga a una mayor concertación entre los países en distintas facetas del control financiero. Es obvia esta necesidad en el terreno de las políticas monetarias a las que ya se ha hecho referencia. En el tema de la supervisión bancaria parece lógico que se establezca —esta es la tendencia actual— unas normas mínimas comunes para todos los países en ciertos tipos de operaciones. Esta tarea de armonización ofrece más problemas en las operaciones tradicionales, sobre las que cada Estado tiene una amplia normativa que se ha ido desarrollando en respuesta a problemas específicos de los diferentes países, que en las operaciones nuevas —las que habitualmente se denominan «fuera de balance»—, que tienen una menor regulación y son susceptibles de una mayor coordinación a nivel internacional.

3. El término innovación financiera es un tanto ambiguo, ya que dentro de él se engloban innovaciones engendradas por el mercado en respuesta a la competencia, innovaciones nacidas para eludir controles y regulaciones financieras y fiscales e incluso innovaciones creadas por el sector público para financiar el déficit en muchos países. Sin embargo, hay que ser cautelosos al asignar ventajas sólo al primer tipo de innovación financiera. El fenómeno debe considerarse globalmente y todas la innovaciones

pueden tener ventajas e inconvenientes. Así, las innovaciones creadas por el mercado comportan, en general, mayores riesgos financieros —sobre todo en las operaciones fuera de balance de las entidades— y otras innovaciones más dudosas en su origen, como las nacidas para financiar el déficit público, han producido un desarrollo de los mercados monetarios que ha permitido una mejor instrumentación de la política monetaria.

4. La orientación actual de la supervisión financiera es más global que en el pasado. Frente a la regulación específica de cada categoría de operaciones se tiende a la supervisión de la solvencia y a evitar riesgos peligrosos para el sistema financiero. Por otra parte, existe un amplio acuerdo respecto a la generalidad de aplicación sistemática de estos criterios de control y supervisión a todas las entidades financieras con actividades similares. En el momento actual puede ocurrir que en las entidades financieras tradicionales exista un exceso de control por la supervisión —en vías de desaparición— de controles operativos previos; sin embargo, la tendencia es hacia el control global y uniforme para todas las instituciones.

Richard Harrington

1. No puede decirse que el proceso de innovación financiera haya ido demasiado lejos. Tiene ventajas e inconvenientes, pero su balance es altamente positivo con una perspectiva de largo plazo. La innovación ha permitido que la asignación de los recursos financieros se haga cada vez más por la disciplina del mercado y menos sobre bases administrativas.

2. El desarrollo de los mercados financieros en gran escala conlleva la posibilidad de posiciones especulativas a corto plazo. Sin embargo, no toda especulación es indeseable. El problema es si el papel de las actuaciones especulativas a corto plazo es tan dominante que pueda dañar la financiación adecuada a largo plazo de proyectos razonables. En su opinión no es éste el caso, como lo demuestran las experiencias de la financiación de las exploraciones petrolíferas en el Mar del Norte en los años setenta o más recientemente el proyecto de la construcción de un túnel bajo el Canal de la Mancha. Es decir, cuando los proyectos son adecuados y económicamente racionales se encuentra financiación suficiente a largo plazo, sin que ésta se vea interferida por elementos especulativos a corto plazo.

3. En el actual planteamiento del Sistema Monetario Europeo, el proceso de innovación y la creciente liberalización de los movimientos de capitales distorsiona la pretendida fijeza de los tipos de cambio y obliga a reajustes y realineamientos periódicos de las distintas monedas.

A largo plazo, el establecimiento de una moneda común en los doce países comunitarios es la única solución definitiva a este problema y sus ventajas compensarán las cesiones políticas y las pérdidas de soberanía que el sistema implica.

4. Los controles de cambio constituyen una barrera artificial que limita la integración de los mercados y dificulta el desarrollo de la banca internacional. La tendencia en los países comunitarios es a reducir tales controles. Las ventajas de una liberalización de los movimientos de capital a largo plazo son obvias; el problema se concentra en los movimientos a corto plazo de carácter especulativo, lo que de nuevo apunta a la conveniencia de caminar hacia una moneda única en la Comunidad Europea.

5. Las cajas de ahorros no pueden estar ajenas al proceso de innovación. Es cierto que las cajas pueden continuar en forma rentable en su negocio tradicional; sin embargo, la experiencia en Europa es que las cajas, las cooperativas, las cooperativas rurales, etc., han ido abandonando su especialización histórica y entrando cada vez más en un marco de operaciones de banca al por menor, más amplio y sofisticado. Parece existir una general tendencia hacia la banca universal. Las cajas de ahorros deben estar preparadas para el cambio, que en algunos países de Europa ha sido muy rápido e intenso.

6. La relación entre el proceso de innovación y la dimensión de las entidades financieras no es una cuestión clara y tajante. La idea general es que se precisa cierta dimensión para determinadas operaciones, pero también hay instituciones que piensan que existe un papel importante para entidades pequeñas e independientes. El sistema, probablemente, continuará siendo plural; es decir, un sistema en el que se podrán encontrar muchas instituciones pequeñas y medianas conviviendo florecientemente con otras de gran dimensión.

Rosa María Gelpi

1. Los desequilibrios de la economía norteamericana —el exterior y el déficit público— han constituido un estímulo a la innovación financie-

ra, directamente —la creación de nuevos instrumentos de financiación— e indirectamente, al alterar la situación coyuntural que ha originado la aparición de nuevos instrumentos financieros.

2. De cara al futuro, las entidades financieras —y las cajas de ahorros entre ellas— deben buscar aquel proceso de innovación que favorezca el crecimiento económico por su vinculación al aparato productivo de la economía. En ese sentido la aplicación de nuevas tecnologías a las actividades tradicionales de las cajas que suponga fomentar el ahorro y la actividad productiva local, es positiva.

T. R. G. Bingham

1. La actuación de los bancos en los mercados de títulos, como creadores de mercado, requiere una supervisión que asegure la estabilidad financiera. Ello no quiere decir, sin embargo, que debe existir una multiplicación de organismos supervisores —que, a veces, son más competitivos entre sí que los propios bancos—, sino que esta supervisión puede ejercerse por los propios bancos centrales.

2. Es importante destacar, en el terreno de la supervisión bancaria, la tendencia positiva a realizar ésta con base en balances consolidados.

3. Respecto a la relación entre innovación financiera e innovación industrial, parece claro que una mayor integración financiera internacional —propiciada por la innovación— conduce a un mejor funcionamiento del mecanismo de los precios que mejora la asignación de los recursos e incorpora innovación industrial. A veces, sin embargo, la mayor integración financiera internacional da como fruto que las empresas se enfrenten con fuertes oscilaciones en los tipos de cambio y en los precios relativos, que puede conducir a que la inversión en innovación no sea óptima.

T. D. Simpson

1. El proceso de innovación financiera en Estados Unidos ha creado algunas complicaciones a la instrumentación de la política monetaria. Sin embargo, las autoridades monetarias no pueden hacer mucho para alterar la dirección en que camina el sistema financiero. De todas formas, el desarrollo de los mercados que la innovación comporta permite una instrumentación de la política monetaria más efectiva a través de los tipos de interés.

La innovación, en términos de implicaciones

para la política monetaria, no tiene siempre efectos unilaterales, esto es, nunca son totalmente favorables o totalmente desfavorables.

2. La tasa de ahorro en Estados Unidos no se ha visto fuertemente influida por el proceso de innovación financiera. La tasa de ahorro depende del nivel de renta, de la rentabilidad del ahorro y de la riqueza (en sentido negativo). La innovación financiera seguramente habrá mejorado la renta global, aunque su efecto es, presumiblemente, pequeño. La rentabilidad del ahorro sí se ha visto más afectada por la innovación financiera, pero en Estados Unidos la relación cuantitativa entre rentabilidad y tasa de ahorro no muestran una fuerte influencia real. Respecto al efecto riqueza, la innovación financiera crea, en cierto sentido, riqueza, que ha podido tener algún efecto sobre el ahorro pero de escasa entidad.

En suma, la innovación financiera no parece que en Estados Unidos tenga mucha influencia sobre la tasa de ahorro.

3. El endeudamiento de las sociedades no financieras en Estados Unidos ha experimentado una gran expansión, que no parece ir asociada al aumento de los precios de las acciones.

El sistema fiscal americano, a pesar de las importantes reformas recientes, sigue generando una doble imposición de los beneficios repartidos y, por tanto, estimula el endeudamiento.

4. Las actuales limitaciones con que opera el sistema bancario americano, derivadas de las leyes Glass-Steagall y McFadden, que separan, en el primer caso, los bancos comerciales y de inversión y limitan, en el segundo, las posibilidades de expansión bancaria a través de los distintos estados, están presumiblemente en vías de cambios sustanciales en fecha no muy lejana, ante las fuertes presiones en favor de una mayor libertad.

En el primer aspecto ya la Reserva Federal ha propiciado avances, dentro de los límites permitidos por la ley. La limitación espacial se ha visto fuertemente incidida por los avances tecnológicos que permiten la utilización de los servicios bancarios por medios teleinformáticos aun a mucha distancia de la sede de la oficina bancaria.

Didier Bruneel

1. La crisis del mercado inmobiliario en Francia en años pasados ha tenido una diversidad de causas. Unas de carácter técnico-político aso-

ciadas a las leyes que han modificado la relación entre propietarios e inquilinos y que ha desanimado la inversión en apartamentos para alquilar. A esta razón se ha sumado una preferencia por la inversión financiera, dada su mayor comodidad y la amplia oferta de activos financieros fruto de la innovación.

Recientemente parece haber un resurgimiento de la inversión mobiliaria como el medio más idóneo de protegerse contra la inflación, aparte de que las últimas disposiciones legales han mejorado las condiciones de la relación entre propietario e inquilinos.

Paolo Clarotti

1. La tendencia comunitaria a que el control de solvencia de las entidades bancarias se realice por las autoridades del país de origen puede generar ciertos problemas mientras exista independencia en las políticas monetarias de los diferentes países. El criterio general es que el control bancario por razones monetarias corresponde al país donde los bancos operan, sean o no donde las entidades tienen su sede central. Esto plantea problemas en los coeficientes de caja, en los que es preciso distinguir la parte que corresponde a motivaciones de control monetario y la que responde a controles prudenciales de liquidez.

La Comunidad está contrastando nuevas propuestas sobre coeficientes de caja armonizados—sobre los que aún no hay información suficiente—, y parece también clara la necesidad de colaboración entre los países de origen y destino de las entidades a la hora de instrumentar el adecuado control de las entidades financieras.

2. La Comisión conoce bien el problema que plantea, por su propia naturaleza, a las cajas de ahorros allegar los recursos propios necesarios para su propia garantía y cubrir las exigencias de las autoridades en este orden.

Sin embargo, el tema no es insoluble. Requiere meditar sobre él y la ayuda de las autoridades financieras de cada país para resolverlo. Así, en Italia, mediante el oportuno cambio estatutario, se permite a las cajas obtener capitales propios apelando al público. En Francia se ha seguido el camino de la concentración a través de una Caja Central. En Bélgica, las cajas tienden a configurarse como un *holding* que integra una entidad bancaria de ahorro que funciona como una sociedad anónima y una sociedad de seguros.

Por otra parte, en la definición de recursos propios a efectos de exigencia de coeficientes

legales, no todo tiene que ser capital o reservas, la tendencia es a admitir otros elementos secundarios tales como la deuda sin vencimiento fijo del tipo de las *perpetuals* de Gran Bretaña, lo que brinda otras posibilidades a las cajas de ahorros.

II. LA INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA

Fernando Gutiérrez Junquera

1. Un sistema fiscal más neutral, en el sentido de que no distorsione los flujos financieros, es una necesidad para el normal desarrollo de la actividad en los mercados financieros.

2. La mayor libertad operativa de las entidades financieras lleva consigo una supervisión financiera más intensa. No es probable que esa mayor supervisión genere una tendencia a la innovación financiera para sustraerse a su control. En algunos mercados es posible que aparezca algún tipo de auto-regulación y en otros casos las autoridades deben ejercer la supervisión de forma que no implique fuertes restricciones a la actividad de los intermediarios financieros.

3. Los costes financieros presentan hoy una mayor incertidumbre que en el pasado. Las entidades financieras han tendido, por ello, a desarrollar instrumentos que vinculen sus productos de activo con sus pasivos cubriendo los riesgos en lo posible.

4. En la medida en que los tipos de interés se estabilicen, es posible que el enorme desarrollo de los créditos a tipo de interés variable experimente cierta desaceleración. Este instrumento ha sido, en general, positivo como un medio de cubrir de ciertos riesgos a los intermediarios financieros permitiéndoles ajustar mejor sus precios.

5. En España, la tendencia a la titularización en la innovación financiera no ha producido una desintermediación tan acusada como en otros países. Ello se ha debido, de una parte, al carácter de banca universal de nuestras entidades de depósitos—que les permite entrar en el negocio de valores— y al anquilosamiento de los intermediarios e instituciones del propio mercado de valores por razones de organización institucional de los mercados secundarios.

6. El sector público en España ha sido un factor impulsor de la innovación financiera, tanto directa como indirectamente, a través de los

estímulos que sus regulaciones han generado en otros agentes del sistema.

La banca extranjera también ha tenido un papel innovador destacado, dentro de la relativa modestia de sus cifras, como medio de superar las limitaciones particulares que sobre ella pesan. Sin embargo, las grandes impulsoras de la innovación financiera han sido las entidades financieras nacionales. Simplificando un tanto, podría decirse que la banca extranjera ha tenido un mayor protagonismo en el diseño de productos de activo y las entidades nacionales han llevado la delantera en el diseño de productos de pasivo.

Carlos Gorría Cortázar

1. El uso de las nuevas tecnologías en el sistema de distribución financiera puede servir a dos estrategias distintas: reducir costes en operaciones banales de caja o ser un medio de competencia. Desde un punto de vista de racionalidad global debería irse a sistemas de TPV y cajeros automáticos compatibles y utilizables por todas las instituciones, lo que evitaría una proliferación que podría conducir a un despilfarro análogo al derivado de la excesiva creación, en otra época, de oficinas bancarias. Sin embargo, el tema entraña dificultades porque con estos sistemas las entidades están compitiendo por un segmento de clientes y se disputan la presencia en el comercio al por menor, lo que dificulta el espíritu de cooperación.

2. El actual cierre de algunas oficinas por la banca es, según parece, el fruto de un proceso de racionalización de oficinas aplicando el análisis coste-beneficio al presente y la previsión del futuro.

3. La especialización de oficinas bancarias no es un proceso arbitrario, se llega a ella después de un minucioso análisis financiero de la oficina, de su clientela, de la gama de productos que ofrece, etc., de forma que ese proceso de racionalización no suponga pérdida de clientela.

4. Si España sigue el patrón de comportamiento de otros países occidentales, parece claro que en los próximos diez años una gran parte del ahorro se va a canalizar hacia productos de previsión y de seguro. En los productos que tienen un componente financiero de ahorro, el tratamiento fiscal actual es razonable comparativamente a otros países. Sin embargo, el tratamiento fiscal de los productos de seguros de riesgos puros debería ser más favorable.

Juan Quintás Seoane

1. La cooperación entre entidades financieras es un camino de indudable utilidad. De hecho, todas las cajas realizan un cierto aprendizaje a partir de la experiencia de otras cajas. La posibilidad de una cooperación más estricta, vía CECA, que permitiera la introducción de nuevas tecnologías con aprovechamiento para todo el sector con economías de escala, es un camino posible y la experiencia lo demuestra en algunos servicios. Sin embargo, esta forma de cooperación para que sea operativa exige una respuesta rápida de adaptación a las necesidades del mercado.

Respecto a la banca, el futuro será de plena colaboración, en este terreno con las cajas, pero la trayectoria debe explotar la actual ventaja comparativa de las cajas en el aspecto tecnológico.

2. Existe una dimensión mínima necesaria de una entidad de crédito para soportar una trayectoria óptima de futuro. Sin carácter dogmático se dice que por debajo de los 100.000 millones de pesetas de recursos ajenos una entidad tendrá dificultades para sobrevivir en un mundo competitivo. En este sentido parece clara la conveniencia de concentraciones y fusiones en algunos casos. La posibilidad de colaboración existe —los pequeños bancos regionales en Estados Unidos la utilizan—, pero en España no parece un camino fácil. En un entorno dinámico la organización de las cajas debe caminar hacia un modelo de función crítica que implica la existencia de equipos humanos monográficos junto con una organización funcional tradicional. Es obvio que estos equipos necesitan una dimensión para ser rentables, y no se ve con facilidad cómo varias entidades pueden compartir estos equipos. No obstante, la fusión entre cajas no es una panacea universal y a corto plazo la integración plena de varias cajas en una estructura unitaria es una fuente importante de problemas.

3. Las cajas de ahorros españolas, a diferencia de lo que ha sucedido en muchos países de Europa, han ido por delante de la banca en la oferta de determinados servicios financieros a las familias, sobre todo en su aceptación y difusión. Ello se debe a la mayor penetración de las cajas en el segmento de las economías domésticas cuando se empezaron a generalizar esos servicios.

4. Se suele distinguir dentro de la innovación entre innovaciones de productos e innovaciones de proceso. A juzgar por las cuentas de resultados de las cajas, la gestión, aunque que-

de mucho por aprender, no ha sido mala en los últimos años.

Existe, obviamente, un reto permanente y común a cajas y bancos de transformar burócratas en vendedores. En ese proceso de conversión la banca posiblemente está por delante de las cajas, pero la diferencia se ha acortado sensiblemente. En todo caso, los cambios tienen un coste y es preciso avanzar paulatinamente comparando costes con beneficios.

5. La expansión excesiva de las cajas puede suponer, en cierto sentido, un despilfarro social al incrementar los costes de transformación. Pero esto es una consecuencia inevitable de la competencia y la libertad y no cabe lamentarse de ello. De todas formas, desde el punto de vista de la competencia es menos preocupante la proliferación de oficinas que la actuación de entidades competidoras con mayor calidad y rapidez y menor coste de prestación de los servicios, dada la creciente sensibilidad del público a las condiciones de rentabilidad y coste.

Eduardo Ballarín Fredes

1. La mayor densidad de oficinas características del sistema bancario español en relación

a lo que ocurre en la CEE, Estados Unidos o Japón no debe necesariamente llevar a la conclusión de que en 1992 la banca española habrá de especializarse en el segmento de banca al por menor. El mayor número de «tiendas bancarias» puede ser un elemento de alto coste que abre a los competidores extranjeros oportunidades de competir con medios alternativos. Por otra parte, sin embargo, una extensa red de distribución puede ser básica para operar en el terreno de la colocación de títulos. En general, a partir de una cierta dimensión parece clara la necesidad de coordinar las actividades de banca al por menor y al por mayor.

2. La encuesta realizada a las entidades de depósitos parece mostrar una marcada preferencia por invertir en oficinas universales esta tendencia. En primer lugar, la distinción entre oficina universal y especializada no es siempre absolutamente clara y tajante. En segundo lugar, esa mayor inversión en oficinas universales no quiere decir necesariamente aumento de las mismas, puede indicar simplemente una actualización tecnológica de oficinas existentes. Finalmente, puede reflejar un cierto temor, que se traduce en una gran prudencia, en el camino hacia las oficinas especializadas por las disfuncionalidades que pueden derivarse de un avance excesivamente rápido en ese terreno.

COLABORADORES EN ESTE NUMERO

BALLARIN FREDES, Eduardo. Profesor ordinario de Dirección de Empresas en el IESE de Barcelona y Director de Planificación Estratégica del Grupo Banco de Vizcaya. Es Doctor en Dirección de Empresas (DBA) por la Universidad de Harvard y en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona. Ha publicado extensamente sobre temas de análisis sectorial y estrategia financiera. También tiene amplia experiencia en estos campos como consultor independiente de empresas. Es miembro fundador de la Strategic Management Society y Presidente de su V Conferencia Anual, celebrada en octubre de 1985.

BERGES LOBERA, Angel. Profesor titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid. Subdirector de Analistas Financieros Internacionales, S. A. Ph. D. en Management por la Purdue University (USA), ha sido elegido Presidente de la European Finance Association para 1988.

BINGHAM, T. R. G. Nació en 1946 en California. Estudió en Yale y Oxford. Desde 1971 a 1984 trabajó en el Banco de Finlandia, especialmente en el área de planificación de la política monetaria. A partir de 1985 presta sus servicios en el Banco de Pagos Internacionales (BPI), dedicándose especialmente a los mercados financieros, deuda y liquidez internacionales. Ha sido también consultor de política monetaria y cuestiones bancarias en la OCDE y, desde 1981 a 1984, es Vicepresidente del grupo *ad hoc* sobre banca. Es profesor adjunto de la Escuela de Economía de Helsinki.

BRUNEEL, Didier. Nació en 1943 en París. Diplomado en Ciencias Políticas y Licenciado en Derecho. Ingresó en la Banque de France en 1964. Inspector en 1970. Encargado de misión para problemas monetarios con el Director General de Estudios de 1975 a 1978. Representante de la Banque de France en Nueva York, 1979 y 1980. Adjunto al Director de Coyuntura de octubre de 1980 a octubre de 1982. Director de Estudios y Estadísticas Monetarias a partir de octubre de 1982. Es, asimismo, profesor en el Centro de Estudios Superiores de la Banca y encargado de curso en la Universidad de París I (DEA Moneda, Banca, Finanzas).

CLAROTTI, Paolo. Nació en Roma en 1933. Licenciado en Derecho por la Facultad de Derecho y Ciencias Económicas de París, 1953-1956. Fue Ayudante del Director del Centro Técnico de Comercio para la Productividad, Roma (1952-53); Jefe de la Oficina de Estudios de la Unión de Comerciantes de Milán (1957-58); Jefe de la Oficina de Estudios de la Federación Italiana de Hoteles y Restauradores (FIPE), Roma (1958-59). Desde 1959 es Funcionario de la Comisión de las Comunidades Europeas, donde ha desempeñado varios cargos. Desde 1972 es Jefe de la División «Bancos y Establecimientos Financieros».

CHOURAQUI, Jean-Claude. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de París y Diplomado del Centro de Estudios de las Comunidades Europeas y del Institute of World Affairs de Nueva York. Actualmente es Jefe de la División de Política Monetaria y Presupuestaria de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico.

GELPI, Rosa María. Nació en Barcelona en 1944. Nacionalidad francesa. Es Doctora en Ciencias Económicas por la Universidad de París Dauphine y por la Universidad de Barcelona. Entre 1977 y 1980 fue encargada de cátedra en la Universidad de Orleans: curso de Política Monetaria para doctorado; y entre 1979 y 1987 ha sido encargada de cátedra en la Universidad Católica de Lille: curso de Política Económica para doctorado. Actualmente es apoderada de la Compagnie Bancaire.

GORRIA CORTAZAR, Carlos. Nació en Bilbao hace cincuenta y cinco años. Licenciado en Ciencias Económicas y Derecho por la Universidad Comercial de Deusto y de Valladolid, respectivamente (1956). En 1975 se incorpora al Banco de Bilbao en el área industrial de participaciones empresariales del Banco. En 1978 comienza su periplo profesional propiamente bancario en la Dirección Regional del Banco de Bilbao en el País Vasco y, posteriormente, en 1980, como Director General, responsable de la Banca al por menor. Ha sido profesor de Marketing en la Universidad Comercial de Deusto y también en Inside, Centro de enseñanza a postgraduados, anexo a esta misma Universidad.

GUTIERREZ JUNQUERA, Fernando. Nacido en 1957. Economista por la Universidad Complutense de Madrid. Perteneció al Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, y desde 1983 es economista del Servicio de Estudios del Banco de España.

HARRINGTON, Richard. Nació en 1942. Abandonó sus estudios a la edad de quince años y estuvo seis años trabajando en seguros en Londres. Tras pasar el examen, ingresó como socio en el Chartered Insurance Institute. Durante cinco años ha sido Secretario del Money Study Group. Ha sido miembro del Consejo de la Manchester Statistical Society durante unos diez años, y fue nombrado Vicepresidente en 1978 y Presidente entre los años 1983 y 1985. Entre 1973 y 1976 actuó como consultor de la Comisión Nacional de Precios de la República de Irlanda. Entre 1982 y 1986 formó parte de un grupo internacional de expertos que se había constituido como subcomité del Comité sobre Mercados Financieros de la OCDE.

LLEWELLYN, David T. Profesor de Dinero y Banca y Director del Departamento de Economía de la Universidad Tecnológica de Loughborough, Inglaterra.

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 (1968) (hoy Cuerpo Superior de Inspectores de Finanzas del Estado). Fue representante del Ministerio de Hacienda en el FORPPA (1969-1976); Director Ejecutivo Alterno del Banco Mundial en representación de España, Italia y Portugal (1977-1978). Director General del Tesoro, Ministerio de Hacienda (1978-1979). Subsecretario de Presupuesto y Gasto Público (1979-1981). Presidente del Instituto de Crédito Oficial (1982). Jefe de la Oficina Central de Balances del Banco de España (1983-1984) y Subsecretario de Economía y Hacienda (1984-1986). Actualmente es Director General del Banco de España.

ONTIVEROS BAEZA, Emilio. Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Autónoma de Madrid. Director General de Analistas Financieros Internacionales, S. A. Es autor de numerosas publicaciones sobre mercados financieros internacionales y gestión financiera internacional.

POLO REDONDO, Yolanda. Nació en Zaragoza en 1957. Es Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales y Profesora Titular de Comercialización e Investigación de Mercados en la Facultad de Ciencias Económicas de Zaragoza. Fue Premio Nacional de Investigación de Mercados, Marketing y Opinión Pública METRA/SEIS-AEDEMO en 1985.

QUINTAS SEOANE, Juan Ramón. Nació en La Coruña en 1943. Es Profesor Mercantil y Doctor en Ciencias Económicas (premio extraordinario) habiendo cursado el «Programa de Dirección General» en el IESE y los de «Mathematical Methods in Investment and Finance» y «Mathematical Models of Action and Reaction» en la International School on Mathematical Systems Theory.

Pertenece a numerosas asociaciones científicas, nacionales y extranjeras, y es miembro numerario de la Academia Galega de Ciencias. Es Catedrático de la Universidad de Santiago de Compostela. Es Director General Adjunto de la Caja de Ahorros de Galicia, teniendo actualmente a su cargo la División de Planificación, Control y Marketing Estratégico.

SIMPSON, Thomas D. Es A. B. por la Universidad de Minnesota, 1964, y Ph. D. por la Universidad de Chicago, 1970. Fue profesor adjunto y Director del Departamento de Economía en el Macalaster College, St. Paul, Minnesota. Actualmente es Subdirector asociado en la División de Investigación y Estadística, con responsabilidades en las áreas monetaria y financiera, del Consejo de Gobernadores del Federal Reserve System, Washington, D. C., donde anteriormente fue Director Adjunto y Jefe de Banca, así como Economista Jefe y Economista de la Sección de Banca.

VALERO LOPEZ, F. José. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid. Analistas Financieros Internacionales, S. A.

**CAJAS DE AHORROS
CONFEDERADAS**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE
ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS DE ALICANTE Y
MURCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE
ALICANTE
ALICANTE

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE
AHORROS DE ALMERIA
ALMERIA

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS
DE ANTEQUERA
ANTEQUERA (MALAGA)

CAJA DE AHORROS
DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE
BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE PENSIONES PARA LA
VEJEZ Y DE AHORROS DE
CATALUÑA Y BALEARES
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD MUNICIPAL DE BILBAO
BILBAO

CAJA DE AHORROS VIZCAINA
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 CACERES
CACERES

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DE CADIZ
CADIZ

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS
DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS Y MONTE
DE PIEDAD DE CASTELLON
CASTELLON

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DE CEUTA
CEUTA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE
AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE
CORDOBA
CORDOBA

CAJA DE AHORROS DE GALICIA
LA CORUÑA

CAJA DE AHORROS DE
CUENCA Y CIUDAD REAL
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE
GIRONA
GIRONA

CAJA GENERAL DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA
GRANADA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE
GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE
GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS Y
MONTE DE PIEDAD DE HUELVA
HUELVA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE
JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ DE
LA FRONTERA
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DE LEON
LEON

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE
LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DE MADRID
MADRID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MALAGA MALAGA	CAJA DE AHORROS DE SABADELL SABADELL (BARCELONA)	CAJA DE AHORROS DE TORRENT TORRENT (VALENCIA)
CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU MANLLEU (BARCELONA)	CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO SAGUNTO (VALENCIA)	CAJA DE AHORROS DE VALENCIA VALENCIA
CAJA DE AHORROS DE MANRESA MANRESA (BARCELONA)	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA SALAMANCA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALENCIA VALENCIA
CAJA DE AHORROS LAYETANA MATARO (BARCELONA)	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE SAN SEBASTIAN – DONOSTIAKO AURREZKI KUTXA MUNICIPALA SAN SEBASTIAN (GUIPUZCOA)	CAJA DE AHORROS POPULAR DE VALLADOLID VALLADOLID
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MURCIA MURCIA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUIPUZCOA SAN SEBASTIAN	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALLADOLID VALLADOLID
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTENIENTE ONTENIENTE (VALENCIA)	CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS SANTA CRUZ DE TENERIFE	CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE VIGO VIGO (PONTEVEDRA)
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE ORENSE	CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA SANTANDER	CAJA DE AHORROS DEL PENEDES VILAFRANCA DEL PENEDES (BARCELONA)
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS OVIEDO	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGORBE SEGORBE (CASTELLON)	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LA CIUDAD DE VITORIA VITORIA
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE PALENCIA PALENCIA	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA SEGOVIA	CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE ALAVA VITORIA
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES PALMA DE MALLORCA	MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE SEVILLA SEVILLA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ZAMORA ZAMORA
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS LAS PALMAS DE GRAN CANARIA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL SAN FERNANDO DE SEVILLA SEVILLA	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA ZARAGOZA
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA PAMPLONA	CAJA GENERAL DE AHORROS Y PRESTAMOS DE LA PROVINCIA DE SORIA SORIA	CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA ZARAGOZA
CAJA DE AHORROS DE NAVARRA PAMPLONA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA TARRAGONA	
CAJA DE AHORROS DE PLASENCIA PLASENCIA (CACERES)	CAJA DE AHORROS DE TERRASSA TERRASSA (BARCELONA)	
CAJA DE AHORROS DE POLLENSA POLLENSA (BALEARES)	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TOLEDO TOLEDO	
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA PONTEVEDRA		
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA RONDA (MALAGA)		

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

Núm. 23: Déficit Público: la Experiencia Española

Núm. 24: El Déficit Público en las Economías Occidentales

Núm. 25: La Nueva CEE. La Perspectiva desde España

Núm. 26: Empleo y Paro

Núm. 27: Economía Años Ochenta: Hechos, Ideas (I)

Núm. 28: Economía Años Ochenta: Hechos, Ideas (II)

Núm. 29: Economía Minera Española

Núm. 30/31: Opciones Fiscales de los Ochenta

Núm. 32: Sistema Financiero: Situación Actual

Núm. 33: La Nueva Era de la Deuda Pública en España

Núm. 34: Economía Regional. Hechos y Tendencias

Núm. 35: Economía Regional. Ideas y Políticas

Núm. 36: Novedades del Sistema Financiero

«PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA»

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 250 44 00.

BOLETIN DE SUSCRIPCION

AÑO 1987

☐ Número suelto 30/31 2.850 (*)
☐ Número suelto 32, 33 1.800 (*)
☐ Suscripción números 30/31, 32 y 33 5.300 (*)
☐ Extranjero 6.200

AÑO 1988

☐ Número suelto 1.908 (*)
☐ Suscripción números 34, 35, 36, 37 5.830 (*)
☐ Extranjero 6.525
(*) Incluido 6 % I.V.A.

El pago lo efectuaré:

☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal Núm. ☐ Talón bancario adjunto.
☐ Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o Razón Social

Actividad o Departamento

Domicilio Teléfono

Ciudad D.P. Provincia o país

Fecha Firma o sello,

