

IV.

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL.

por Manuel Conthe.

Ante todo, quiero agradecer a la Fundación "FIES", así como / a la propia CECA, la invitación que se me ha hecho para participar en este seminario. En primer lugar, pienso hacer unas pequeñas reflexiones sobre dos sectores no financieros -el sector público y / el sector exterior-, para realizar después unas breves consideraciones sobre el mercado de valores, el mercado de capitales en su sentido tradicional, y concluir con unas reflexiones sobre el entorno en que se desenvolverán las entidades de crédito. Con respecto a este último punto, les adelanto que el entorno financiero en el que / tendrán que desenvolverse las entidades de crédito, en el futuro, será mucho más competitivo que el actual.

Empezaré, por consiguiente, por un brevísimo repaso de aquellos aspectos del sector público que pueden tener relevancia para nuestro sistema financiero; y lo primero que querría constatar es que el déficit presupuestario está en una línea de reducción continuada. Si / han tenido la oportunidad de leer el documento sobre escenarios macroeconómicos, que acompañó al Proyecto de Ley de Presupuestos, presentado al Congreso, habrán podido comprobar que las previsiones macroeconómicas realizadas hasta 1992, contemplan, cómo para esa fecha dejará de haber déficit presupuestario. Esa previsión parece bastante fundada y, como se ha señalado en otra de las intervenciones, se basa más en una previsión de aumentos de los ingresos tributarios // que en una contención radical del gasto público. En todo caso, sí // querría señalar que ese aumento de los ingresos tributarios que se / contemplan, de aquí al año 92, es fruto, esencialmente, no de un // aumento en los tipos impositivos, sino de un afloramiento de las bases; de forma que tiene un carácter menos dramático del que pudiera desprenderse de algunas lecturas, y de ahí, que el término presión / fiscal quizá no sea el más certero posible para traducir, semánticamente, ese fenómeno de mayor recaudación tributaria, por el mero hecho de mantener los tipos impositivos y de que las bases aumenten //

(tanto las bases per cápita, como el número de contribuyentes). En todo caso, no cabe duda, como señalaba el Profesor Fuentes Quintana, que este aumento de presión fiscal -aumento de los ingresos tributarios diría yo-, ocurrido en los últimos años, va a ser un acicate // del proceso de innovación financiera.

Dentro de este capítulo, habría que distinguir dos grandes apartados: por un lado, las innovaciones financieras que tratan de aprovechar la normativa fiscal vigente; es decir, que únicamente pretenden favorecer la planificación fiscal del contribuyente. Ejemplos típicos serían los productos relativos a planes de pensiones, que aprovechan unas ventajas fiscales consagradas en el Boletín Oficial; y la creación de productos financieros que traten de retribuir al inversor, más por la vía de incrementos de patrimonio que por la vía de rendimientos. Son innovaciones que respetan ampliamente la legalidad, y / que, por consiguiente, son plenamente admisibles en cualquier sistema económico.

Por otro lado, estarían aquellas innovaciones que de lo que tratan no es de aprovechar inteligentemente la legislación fiscal y sus potenciales fallos, sino únicamente ampararse en situaciones, o fomentar situaciones de evasión fiscal estratégica; cuestión que, evidentemente, roza la ilegalidad.

Dentro de esa perspectiva de disminución del déficit presupuestario de aquí a 1992, no cabe duda que en el año 89 seguirá habiendo un déficit presupuestario, que los optimistas ciframos en un 2'7% del / P.I.B., aunque quizás pudiera ser un poco más elevado. Por supuesto, ese es un elemento que presiona sobre la demanda agregada, y aunque el presupuesto siga siendo expansivo, lo es menos que en años anteriores. Justamente esta perspectiva de reducción gradual del déficit es la que va a permitir, dentro de un calendario razonable, salvar / parte de la deuda que el sector público contrajo con el sistema financiero, y que se plasmó en la política de coeficientes: tanto en la política de coeficientes de inversión como en la relativa al tramo remu

nerado del coeficiente de caja que, hasta cierto punto, es un sucedáneo de aquél.

Es propósito del Ministerio de Economía y Hacienda y del Banco de España llevar a cabo una reducción progresiva de ambos coeficientes. Creo que es importante que esa reducción no sea meramente lineal, sino que tenga naturaleza verdaderamente progresiva, porque de acuerdo con esas previsiones macroeconómicas a las que antes aludía, ese perfil de reducción temporal del déficit presupuestario no es un perfil lineal, sino que es un perfil progresivo en el que, esencialmente, a partir del año 91 se producirá una fuerte contracción del déficit.

Por otro lado, dada la magnitud de las cifras arrastradas por / ambos coeficientes, es preciso que la supresión de ambos se haga coordinadamente, de forma que no se solape su impacto financiero en un // período corto, puesto que la magnitud de las cifras que están congeladas por ambos son verdaderamente grandes. Superan en el caso del coeficiente de inversión los dos billones y pico, y en el caso del tramo remunerado, incluso más que esa cifra.

Frente a esta perspectiva de un déficit menor, con una política de ajuste de cuentas pendientes y reducción progresiva de coeficientes, es preciso que el Tesoro esté dispuesto a continuar, de una forma perseverante, en esa política que ya inició hace años de apelación regular a los mercados de capitales, captando su financiación no por la vía espúrea de los coeficientes, sino por una vía de acudir a los mercados. De ahí, justamente, que sea propósito del Ministerio, de la Secretaría de Economía y del Tesoro empezar a diversificar los instrumentos financieros a través de los cuales se van a captar fondos. Decision especialmente dolorosa, en una coyuntura como la actual de / tipos de interés reales extremadamente altos.

Por otro lado, parece también lógico que el Ministerio de Economía y la Dirección General del Tesoro, hagan un esfuerzo por mejorar la comercialización al por mayor de sus instrumentos de deuda. Es perfectamente razonable pensar que el sistema de distribución de la deu-

da pública actual, en la medida en que descansa de una forma predominante sobre las entidades gestoras de deuda, que en su gran mayoría son entidades de crédito que a su vez apelan a los mercados financieros, se traduce en un ligero conflicto de intereses entre esos intermediarios financieros, que en principio, cuanto más deuda pública vendan al inversor final, menos pasivo propio van a captar. De ahí la necesidad que el Tesoro lleve a cabo una política más activa de comercializar sus propios activos que actualmente, insisto, rinden unos tipos de "dinero" reales espléndidos. Proceso que lógicamente se traducirá en una mayor competencia para las entidades financieras.

Una tercera característica de ese principio de apelación regular a los mercados financieros, será esa aceptación de las condiciones que los mercados financieros reclamen a cada momento, especialmente respecto a tipos de interés.

En los últimos meses el Tesoro ha dado muestras inequívocas de aceptación del principio de flexibilidad; aunque, por desgracia, sea al alza de los tipos de interés, porque está influido por unos objetivos cuantitativos de captación de fondos. Ahora bien, creo que en este proceso de flexibilidad de los tipos de interés hay determinados límites. Uno que deriva de la propia mecánica de formación de expectativas en nuestro sistema financiero. Este proceso de formación de expectativas no es particularmente sofisticado respecto a los tipos de interés. Cualquier elevación al alza de los tipos de interés al que se emite la deuda pública, se interpreta automáticamente, como el pistoletazo de salida de una escalada de los tipos de interés sin límites, por que en esta conducta de los operadores están influyendo comportamientos pasados del propio emisor, los cuales se han aprendido por todos los operadores. Ese proceso imperfecto de formación de expectativas es un argumento para que los tipos de interés sean más estables de lo que en un mercado perfecto pudiera ser razonable.

Por otro lado, es obvio que el país, además de tener objetivos cuantitativos en materia monetaria, también tiene unos objetivos la xos, pero objetivos al fín y al cabo, en términos de tipo de cambio. De forma, que la experiencia demuestra que una excesiva flexibilidad al alza de los tipos de interés tiene unas consecuencias perniciosas sobre los tipos de cambio. Quiero señalar, que hay una incertidumbre ante los tipos de interés, y que estamos prácticamente en vísperas / de una subida todavía más drástica de tales tipos. Aunque debo reconocer que soy parte interesada, querría indicar que los tipos de inte rés que tenemos en España actualmente, en términos nominales y reales son ya extremadamente altos; son mucho más altos, no solo en términos nominales, sino en términos reales, que los prevalcientes en cualquier otro país industrializado, incluido el Reino Unido.

También se ha señalado con anterioridad que un alza ulterior de los tipos de interés tendría un efecto expansivo sobre el gasto público, que es lo que por hipótesis se quiere restringir. La experien cia demuestra además que el gasto agregado a la economía es, si no total, sí muy insensible al nivel de tipo de interés real, con lo / cual una ulterior subida de los tipos de interés tendría un efecto / contractivo del gasto agregado más que dudoso; y por el contrario, lo que sí avala la experiencia reciente, y sobre todo la experiencia del año 87, es que los tipos de interés tienen un efecto inmediato sobre el tipo de cambio. Es evidente que en materia de tipo de cambio no / hay unos objetivos rigurosos; pero sin existir objetivos extremadamen te rigurosos, sí que parece claro que hay límites a las posibilidades de la apreciación real de la peseta, por cuanto que la experien cia comparada señala -y la de Estados Unidos es muy evidente al res pecto- que una excesiva apreciación nominal de una divisa puede exi gir, con posterioridad, un desandar ese camino con unos costes de / ajuste suplementarios verdaderamente innecesarios.

Admitiendo que existe un cierto grado de incertidumbre sobre / los tipos de interés, particularmente pienso que es extremadamente improbable una escalada adicional de los tipos de interés. En el Te soro y en la Secretaría de Estado de Economía entendemos que los tipos de interés reales son altísimos, y por consiguiente nos cuesta / creer que quede espacio para subidas adicionales.

Voy a referirme ahora brevísimamente al sector exterior y a dos componentes que anlazan con el sector financiero: uno, el mecanismo de control de cambio; y otro, el tipo de cambio. En cuanto al control de cambio, estamos prácticamente a las puertas de una liberalización plena de los movimientos de capital. Esta a punto de salir una orden ministerial que liberalizará plenamente las inversiones españolas de cartera en el exterior, con excepción de los depósitos bancarios en entidades no residentes. Esa orden consumará prácticamente el proceso de liberalización de nuestro sistema de control de cambios, y establece el principio de que las transacciones con el exterior, y más las inversiones, tienen que ser fiscalmente transparentes en España. De ahí justamente esa interposición de entidades depositarias de todas las inversiones en el Ministerio, que se exige ya desde la norma tiva anterior, y que se consagrará nuevamente en esta nueva orden mi nisterial. Es decir, el principio de la transparencia fiscal de las inversiones parece plenamente congruente con una normativa tributaria interna, que ha buscado deliberadamente evitar, con más o menos éxito, parcelas fiscalmente opacas. En todo caso, se extiende también esa / función de entidad depositaria a entidades distintas de las de crédi to, por un prurito de ofrecer una mayor competencia en el desarrollo de esa actividad, y permitir al inversor español que pueda acceder a las inversiones exteriores, a través de entidades que no tengan ese / conflicto de interés latente, que existe en toda entidad que tiene / que comercializar productos, teniendo al mismo tiempo otros pasivos propios que venderle al inversor potencial. De forma, que con esta / orden ministerial, lo que tendremos en nuestro control de cambio en

vigor, serán límites de naturaleza meramente coyuntural a las entradas de capital; límites que afectan a las inversiones extranjeras / en depósitos en pesetas convertibles, a las operaciones de REPO sobre deuda pública y a las operaciones de endeudamiento exterior, / tanto de prestatarios privados, a través de préstamos financieros regulados por la circular del Banco de España, como de las propias entidades de crédito a través de las normas y de las directrices limitativas de las posiciones netas de contado en divisas. De forma que, verdaderamente, a partir del año que viene, el control de cambios en España habrá dejado de cumplir su función tradicional de mecanismo cuantitativo de ajuste de la balanza de pagos, y se habrá convertido en un mero mecanismo de transparencia fiscal de las transacciones con el exterior.

En cuanto al tipo de cambio es evidente que, ya desde hace unos / años, la política tipo de cambio de la peseta se ha ido orientando gradualmente hacia el Sistema Monetario Europeo. Un sistema, que // esencialmente tiene tres grandes apartados. Uno, puramente "folklorico", -en el que participa España- que consiste en la obligación de los países adheridos de depositar, estadística o contablemente, parte de sus reservas internacionales en el CECOM, con el fin de / tener acceso a unas líneas de crédito entre los diversos bancos centrales. El Banco de España participa en ese sentido y, por consiguiente, podríamos decir que, en su aceptación más amplia, España forma / parte, en alguna medida, del Sistema Monetario Europeo.

Una segunda cuestión, es la inclusión de la peseta en la definición legal del ECU. Es una cuestión que no tiene absolutamente nada que ver con la inclusión de la peseta en la disciplina de cambios del Sistema Monetario Europeo; y justamente porque no tiene nada que ver con esa inclusión de la peseta en la disciplina de cambio en el Sistema Monetario, es por lo que España ha venido defendiendo, y de-

fiende desde que firmó el Tratado de Adhesión que esa inclusión de la peseta y del escudo -dicho sea de paso- en el ECU, es un derecho de los países miembros que tendrá que atemperarse con la necesaria estabilidad del ECU como divisa, y con su atractivo financiero. Pero en todo caso, hay un firme propósito de que en Septiembre del 89, que es cuando se produce la revisión regular de la definición del ECU, la peseta pase a ser parte integrante de esa definición. Lo que habrá que negociar en su momento, será su peso relativo. Es decir, estamos hablando del tema de la pura definición de esa cesta de monedas que es el ECU; y lo que España reclamará en Septiembre del año que viene es que dentro de esa cesta se incluya un poquito más de un duro, entre 6 y ocho pesetas.

Y finalmente, contemplamos el tercer aspecto: el de la disciplina cambiaria, la "rejilla" de paridades, que es el más conocido, y que muy a menudo se confunde con los anteriores.

Aquí, la actitud oficial española ha sido claramente reticente, a la hora de incorporarse a ese mecanismo de cambios, porque siempre hemos entendido que al estar dominado el sistema esencialmente por el marco alemán, se introduciría un ligero sesgo deflacionista, que hasta cierto punto chocaba con el deseo de tener un crecimiento, aunque no inflacionario, en la economía española. Como, por otro lado, el éxito en la lucha contra la inflación, sin ser total, había sido relativamente grande sin necesidad de importar esa disciplina cambiaria que supone el mecanismo de cambios de intervención, no había argumentos verdaderamente urgentes para incorporar la peseta a ese mecanismo de cambios. Y esa sigue siendo la tesis oficial.

Ello no quiere decir que la paridad de la peseta, respecto a / las monedas más importantes del Sistema, no tenga ya, antes de que España se incorpore al mecanismo, una influencia efectiva. Yo creo que eso es evidente, y eso es lo que permite pensar que en el futuro la peseta deberá tener una relativa estabilidad respecto a las

monedas señeras dentro del mecanismo de cambio; lo cual, como corolario, nos llevará a que progresivamente empezará a perder autonomía la política española de tipos de interés nominales. Lo que en definitiva refuerza un poco el argumento que antes esboqué, en el sentido de que en un mundo progresivamente interdependiente, en donde el // objetivo cambiario es tan relevante como un objetivo monetario cuantitativo interno, hay determinados límites al nivel de tipo de interés real que puede soportar una economía.

Seguidamente voy a analizar el sistema financiero, para abordar primero algunas consideraciones sobre el mercado de capitales en un sentido amplio, y, posteriormente, algunas reflexiones sobre el mercado de las entidades de crédito.

En cuanto a la evolución reciente del mercado de valores, cabe / decir que los propósitos de esta reforma, consagrada en la Ley del / Mercado de Valores, creo que se pueden agrupar en los siguientes / epígrafes: por un lado, uno de los propósitos esenciales de la Ley del Mercado de Valores ha sido establecer un mecanismo efectivo de supervisión de dicho mercado, que en la época anterior no era particularmente eficiente, y que al mismo tiempo -como han dicho algunos de sus mentores- supone una mayor transparencia de la información en los mercados de valores. Esa preocupación, esa obsesión por la transparencia en el fundamento de los mercados de valores se traduce, por ejemplo, en las normas sobre publicidad de las participaciones en el capital de las sociedades de valores; la publicidad de las participaciones en sociedades cotizadas en Bolsa; y en la consideración de lo que las directivas judiciales llaman "operaciones de iniciados" (insider trading), información privilegiada como un supuesto de infracción administrativa. Quisiera señalar que se ha criticado a veces, desde una perspectiva legal, y desde una perspectiva de derecho comparado, el hecho de que esta Ley del Mercado de Valores no se

aprovechara para configurar como un delito, y no como una mera infracción administrativa, la figura del uso de la información privilegiada. En defensa de los autores de la Ley, entre los que no me encuentro, creo que hay que resaltar que era totalmente imperioso establecer un cierto gradualismo. Y partiendo de un sistema donde el uso de información privilegiada, lejos de considerarse como punible, se consideraba un poco como la salsa que regía el fundamento del mercado, era oportuno, por ese principio de gradualismos, pasar a configurar ese uso de la información privilegiada como una mera infracción administrativa. El tiempo dirá si en el futuro, habrá que utilizar procedimientos punibles más estrictos.

Además de esta preocupación por la supervisión efectiva del mercado y por la transparencia, la Ley aspira a modificar un sistema de corte latino de intermediación por un sistema anglosajón, que estaba ya prefigurado en el sistema de anotaciones en cuenta, que un año / antes se había puesto en vigor. De ahí que en el nuevo sistema sean la Sociedad de Valores, y la Agencia de Valores las piezas básicas del mercado. Es importante aquí señalar que la Ley aspira únicamente a una división funcional entre lo que son sociedades de valores, que vienen a ser el correlativo español de los investment Bank (de los bancos de inversión anglosajones) y la banca comercial en sentido / tradicional. Por un lado, se respeta plenamente esa doble capacidad que la banca comercial ha tenido para operar en los mercado de valores, y por otro se establece una división funcional entre sociedades de valores y banca comercial, sin que se establezcan limitaciones en la participación de los bancos comerciales en sociedades de valores. Si bien, en la Ley del Mercado de Valores existe una cierta ambigüedad al respecto, por cuanto hay una norma que faculta para que se / establezcan determinados límites a la participación de entidades financieras en sociedades de valores.

Parece claro que no tiene mucho sentido que esa facultad que la Ley del Mercado de Valores consagra, se ejerza; y resulta perfectamente coherente con el esquema de la Ley el que pueda haber filiales al 100% de entidades financieras que puedan actuar como sociedades / de valores.

Por otro lado, en el desarrollo reglamentario, también habrá especial cuidado en flexionar al máximo todas aquellas normas que restringen la posibilidad de participación en sociedades de valores. Me refiero en concreto, a aquella norma que establece que quien participe en una Sociedad de Valores no podrá participar en otra, salvo que haya una mutua exclusividad en el objeto de una y de otra Sociedad de Valores.

Existe una firme intención de la Comisión de Mercados de Valores, y del Ministerio de Economía, en tratar de desarrollar reglamentariamente esas previsiones de una forma flexible, de forma que no // coarten, innecesariamente, el propio desarrollo del sistema. El mismo principio sería aplicable a las dotaciones mínima de capital, y a los ratios de solvencia aplicables a las Sociedades de Valores. / La exigencia de un capital mínimo parece adecuada como legítima barrera de entrada, que garantice que solo accederán a esa condición de Sociedad de Valores sociedades con un relativo peso específico, pero en la medida en que con posterioridad se añada un coeficiente de solvencia. Parece que no hay que exacerbar la importancia que tiene ese capital mínimo, porque el coeficiente de solvencia es el que, en definitiva, va a acotar la capacidad de actuación de una so ciedad, dados sus recursos propios. Lo que por otro lado sería difícilmente defendible es que para las sociedades de valores se esta blezca un capital mínimo, inferior al que ya se ha consagrado por / vía reglamentaria para las entidades gestoras de deuda; con lo cual, esa cifra que actualmente es establecida por las entidades gestoras de deuda, es razonable que se tome como punto de referencia para la delimitación de esa capital de las Sociedades de Valores.

La Ley, como es sabido, hace una distribución entre aquellas sociedades que son miembros de las bolsas de valores y las que no lo son. Solo respecto a las sociedades miembros de las bolsas de valores se aplican esas limitaciones coyunturales de participación mínima de agentes de cambio y bolsa en el capital. Las sociedades que

no son miembros de las bolsas de valores, no tiene ninguna limitación en cuanto a su estructura de capital. Y en todo caso, es notable observar que, de acuerdo con la Ley, toda Sociedad de Valores, / autorizada e inscrita en los oportunos registros de la Comisión de Valores, tiene el derecho automático de acceder a la condición de sociedad miembro de una Bolsa. Es decir, que en ese tránsito de / Sociedad de Valores a secas, a sociedades de valores y Bolsa, no / hay posibilidad de discrecionalidad ni salida alguna, sino que se configura como un derecho, en la medida en que el funcionamiento / eficiente en los mercados de valores exige que el número de sociedades que efectivamente operen en los mercados no sea ilimitado, / sino que sea finito. Deberá, por tanto, articularse algún mecanismo que garantice el que se produzca esa situación, en virtud de la cual el número de sociedades que concurren en la Bolsa sea un número eficiente desde el punto de vista operativo. Aquí, quizás, el mecanismo lógico para alcanzar ese objetivo será establecer unos volúmenes mínimos de actividad para las sociedades de valores que quieren continuar con la condición de sociedades de valores y Bolsa.

Además de estos aspectos institucionales que consagra la Ley de Mercado de Valores, hay otros de corte técnico que tienen relativa importancia. Por un lado, no es pieza esencial de la Ley de Mercado de Valores, ni mucho menos, pero sí es congruente con ella el que se establezca en nuestro mercado de valores un sistema de contratación, interconectado entre las diversas Bolsas de Valores, que contribuya a mejorar la eficiencia en ese cruce de operaciones entre / los diversos puntos de nuestra geografía. En este sentido, está // muy avanzada la puesta en funcionamiento, a iniciativa de las juntas sindicales de las Bolsas de Valores, ese sistema cash de contratación por ordenador (el denominado sistema continuo). La puesta // en marcha de ese sistema de contratación no es un aspecto de la Ley de Mercado de Valores, es una iniciativa espontánea de las actuales

Juntas Sindicales, pero que apunta justamente a los mismos objetivos que persigue la Ley. De ahí, que superadas algunas insuficiencias que actualmente congelan el proyecto, se pondrá en marcha, / con el beneplácito del Ministerio, cuando las Juntas Sindicales / lo entiendan oportuno.

Otro aspecto técnico, que ya se contempla explícitamente en la Ley de Mercados de Valores, es la necesidad de una mejora en los sistemas de liquidación, y muy en particular en el de liquidación de las operaciones nominales.

En todo caso, como se ha señalado repetidamente, esta Ley // de Mercado de Valores tiene que completarse con otro tipo de reformas, que contribuyan a que el uso de ese mecanismo eficiente que sería el mercado de valores, tenga una utilización efectiva y no sea un puro adorno en nuestro escenario financiero. En ese sentido, pienso que la aparición de nuevos inversores institucionales, y muy en particular de los fondos de pensiones, aparte de dinamizar otros segmentos del panorama financiero, y muy en particular el mercado de la deuda pública a largo plazo, puede contribuir decisivamente a introducir un dinamismo adicional a ese mercado de valores.

Por otro lado, es fundamental que las empresas hagan uso de / ese mecanismo de intermediación que es el mercado de valores; y / para ello, hay que estimularlos, en alguna medida, para que coticen en nuestro mercado de valores y no en mercados de valores extranjeros, en los que algunas ya lo hacen.

Dadas las limitaciones de la estructura industrial del país, no cabe duda de que no hay que ser excesivamente ambicioso en cuanto al posible número de empresas que pueden acceder al mercado de valores. Lo que sé está claro es que el Ministerio está estudiando

con atención todas aquellas medidas que pudieron ser un acicate / para que el cúmulo de empresas que están considerando como alternativa el ser participadas mayoritariamente por grupos extranjeros / puedan considerar como alternativa complementaria el pasar a cotizar en el mercado de valores, contribuyendo así a dinamizarlo y evitando que uno de los móviles de la inversión extranjera sean las / propias limitaciones financieras de nuestro mercado de capitales.

A esta activación del mercado por la afluencia de nuevas empresas, habría que añadir otros factores dinamizadores entre los que se podría incluir el desarrollo de nuevos productos financieros / que complementen y faciliten la toma de posiciones en unos y otros mercados. Productos tales, como los futuros de tipo de interés y las opciones sobre tipo de interés o sobre valores, son productos que poco a poco se irán desarrollando, que plantearán nuevos retos normativos desde el punto de vista de las entidades supervisoras / de aquellos que los utilicen, pero que en todo caso están llamados a aparecer, antes o después, en nuestro mercado financiero.

Finalmente, creo que ese dinamismo puede complementarse con / una participación más activa de emisores no residentes en nuestro mercado de valores. Ya se hizo un primer experimento en el año 87 con ese mercado, conocido como mercado de los bonos matador, emitidos por el Banco Mundial o instituciones similares; y no cabría descartar, que pudiera ampliarse ese espectro a otro tipo de emisores.

En todo caso, sí ha sido una preocupación del Ministerio procurar que ese mercado en pesetas, para nuevos residentes se afincara en la medida de lo posible, en el sistema financiero español y fuera una pieza de ese mercado interior de capitales; y formase en ese sentido, un segmento extranjero de un mercado interior de capitales, más que un mercado de eurobonos en sentido estricto.

A esa participación adicional de emisores extranjeros en el mercado, cabría añadir la posible cotización en nuestro mercado, de valores extranjeros, proceso que se va a facilitar por un lado por el desarrollo normativo de la Ley de Mercados de Valores, y por otro por las diversas directivas comunitarias, sobre armonización en estas materias y muy en particular en materia del contenido de los folletos de inversión.

En cuanto al mercado de las entidades de crédito, cuyo proceso de reforma se remonta al menos al año 77, querría señalar únicamente las tres ideas centrales que lo han presidido. La principal indudablemente ha sido el proceso de liberalización gradual, no pleno, que he sufrido, pero que se ha manifestado en diversos ámbitos. Un primer ámbito es la liberalización, hoy ya plena, de los tipos de interés activos y pasivos de las entidades de crédito.

Otra de enorme actualidad, y de especial interés para las Cajas de Ahorros, es la normativa sobre libre expansión de las // mismas. Ese decreto, que consagrará esa libertad de expansión de las Cajas de Ahorros, está pendiente de informa del Consejo de // Estado, que lo evacuará con la máxima celeridad, y muy posiblemente esté aprobado antes de fin de año, según el calendario previsto.

Otra medida que ha apuntado hacia la misma finalidad de liberalización, ha sido la presencia relativamente tímida de la banca // extranjera desde el año 78, que se ha visto acompañada de una serie de limitaciones operativas. En esa línea está el reciente decreto sobre creación de bancos, algunos de cuyos expedientes serán tambien aprobados en fecha muy breve.

Frente a esa línea de liberalización del sistema financiero, / habría que añadir ese proceso de gradual reducción de los coeficien

tes obligatorios, y el elemento de sofisticación que defiende los instrumentos de supervisión de que dispone la autoridad monetaria y el Banco de España. Manifestación clarísima de esa sofisticación de los instrumentos de supervisión y de tutela financiera, fue por ejemplo el año 87 la circular sobre riesgos de cambio. Quizá al / amparo del desarrollo de la Ley de Mercado de Valores, y de los / riesgos de interés derivados de la toma de posiciones en activos de renta fija, ese será un riesgo adicional que en su momento habrá que someter a algún tipo de tutela.

Aparte de esa supervisión y tutela, aunque en un ámbito un poco distinto, hay que tener en cuenta la reciente orden ministerial sobre la transparencia de las operaciones de las entidades de crédito, y su desarrollo por la reciente circular del Banco de España.

Una tercera característica de este proceso de reforma ha sido la homogeneización del régimen legal aplicable a cada una de las categorías de entidades de crédito, desandando un poco el camino que se iniciará hace años, como fruto esencialmente de una política de statu quo bancario, que generó una especialización un poco espúrea. Ese proceso de homogeneización culmina en las previsiones de la Ley de Disciplina en donde se somete a la tutela del // Banco de España a todas las entidades de crédito, aún las no bancarias. Próximamente se plasmará en un decreto que regule la creación de nuevas entidades; decreto que seguirá muy de cerca, haciendo // abstracción del aspecto de los capitales mínimos, el propio decreto de clasificación de entidades bancarias.

Ese proceso de reforma ha venido acompañado, desgraciadamente, a nivel sectorial, por un sobredimensionamiento del sector y simultáneamente por una escasa dimensión de algunas de las entidades // que participaban. No obstante, ese sobredimensionamiento del sector asociado a un escaso nivel de competencia, entre instituciones financieras en una coyuntura relativamente favorable y con altos tipos de interés, se ha traducido en una situación de márgenes de //

intermediación excepcionalmente altos y en un nivel de beneficios bastante considerables.

No cabe duda de que ese horizonte del año 82, es mayor presencia potencial de la banca extranjera, junto con la supresión de // las limitaciones operativas a la que actualmente está sometida en su gran mayoría, pudiera ser un factor más de competencia, que tampoco debiera sobreestimarse. Pero a ese elemento de competencia de la banca extranjera, que no sólo podrá operar desde nuestro territorio sino ofrecer sus servicios desde el exterior, se acompañará una política más activa y más beligerante del propio Tesoro Público en la comercialización al por mayor y al por menor de esos instrumentos de deuda. Sinceramente creo que el rendimiento real que ofrecen los instrumentos de deuda pública no es conocido todavía suficientemente por todos los inversores del país, y una vez que se conozca no cabe duda, que dada la calidad del activo, va a entrar en competencia directa con los pasivos emitidos por el resto de los intermediarios financieros, con lo cual va a tender a comprimir ese margen de intermediación, esa diferencia entre tipos de activos y pasivos.

Por otro lado, superada esa crisis financiera de años atrás, no cabe duda de que los excedentes empresariales han venido creciendo de una forma notable, y eso ha permitido un grado de autofinanciación más fuerte, una menor dependencia del crédito bancario, a la que se sumará el potencial impacto beneficioso de un desarrollo del mercado de valores que contribuya, en definitiva, a acentuar ese proceso de desintermediación que hemos venido viviendo desde hace algún tiempo. Finalmente, hay otro factor que creo que puede contribuir decisivamente a esa disminución del margen de intermediación. Y me refiero a la evolución de los tipos de interés. / Hemos señalado con anterioridad que los tipos de interés en térmi-

nos nominales y reales, son muy altos, y me parece improbable que a corto plazo experimenten alzas sustanciales; pero de lo que no cabe duda es de que, con una perspectiva a un medio plazo más ámplio, en la medida en que se dé una integración plena de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, tendrá que haber una convergencia de los tipos de interés de la peseta hacia las monedas del S.M.E..

La experiencia histórica juega un papel predominante y hay monedas incorporadas al mecanismo cambiario desde hace ya tiempo // que, sin embargo, mantienen unos diferenciales de interés respecto al marco alemán y respecto a las monedas más fuertes. El caso paradigmático, sería quizá la corona danesa. El franco francés, en la última época, también es una ilustración clara de que pueden // coexistir durante muchos años un mecanismo de paridades muy estables y, sin embargo, unos tipos de interés nominales y reales divergentes. De eso no cabe duda, y no creo que en ningún caso haya que pensar, en un futuro inmediato, que los tipos de interés de / la peseta alcancen los tipos de interés del marco. Creo que ese es un horizonte totalmente utópico, pero de lo que no cabe duda es de que, en una perspectiva de fijeza gradual y creciente en los tipos de cambio, los tipos de interés reales de la peseta no tenderán a crecer respecto a los niveles actuales, sino todo lo contrario: habrá una tendencia a que bajen y, en la medida en que ese éxito en la lucha contra la inflación se mantenga, existirá una cierta tendencia, a medio plazo, (descartando episodios coyunturales de fluctuaciones) a que los tipos de interés nominales tiendan a bajar.

Lo que queda claro es que, en general, las entidades de crédito españolas se benefician, en principio, de cualquier proceso de alza en los tipos de interés, por la mayor elasticidad que tienen los tipos activos, frente a los pasivos, en procesos de alza.

Las entidades de crédito y el binomio Banco de España-Tesoro, estamos prácticamente en la misma situación, porque nosotros también nos beneficiamos, a través de la estabilidad tendencial del tipo de interés de los pagarés y del tramo remunerado del coeficiente de caja, de cualquier alza coyuntural de los tipos de interés, que eleva, en definitiva, la penalidad implícita en esos coeficientes. Creo que eso, que es cierto para el Tesoro y para el Banco de España, es exactamente igual de cierto para las entidades de crédito que en general se benefician de cualquier proceso de alza de los tipos de interés, y por consiguiente pienso que un proceso a medio plazo, con más o menos altibajos, de caída de los tipos de interés nominales tenderá, de una forma espontánea, a deprimir los márgenes de intermediación.

Como han señalado diversos autores hay un factor que puede justamente contrarrestar esa tendencia a la disminución de los márgenes de intervención que ese endeudamiento creciente de las familias, esa explosión del crédito al consumo y del crédito a la vivienda que, en general, produce un margen financiero mayor, y además permite una mejor y mayor diversificación de riesgos. Tampoco hay que poner unas esperanzas desmesuradas en este boom del crédito al consumo, entre otras cosas, porque el crecimiento del consumo en los últimos meses es excepcionalmente alto, y quizá irrepetible e inmantenible en el medio plazo. Por otro lado, como demuestra la receptividad del público, en general, hacia la normativa reciente sobre transparencia de las operaciones de las entidades de crédito, hay una sensibilidad creciente del público hacia el coste de los servicios financieros.

En todo caso, estas reflexiones me llevarían a decir que esta presión competitiva adicional, en el ámbito de los mercados de crédito, deberá traducirse, para todas las entidades, en una indudable mejora del servicio prestado a los clientes y en unas mejoras organizativas que permitan reducir costes operativos a la vista de una

previsible caída en los márgenes de intermediación. Esa mejora en el servicio a clientes, en la organización y en relación con los costes operativos exigirá una política activa de reciclaje de capacitación profesional de profesionalización de la gestión, de puesta al día en las redes informáticas y en los sistemas de apoyo a la gestión. En algunos casos, puede ser, incluso, una razón válida para iniciar procesos de concentración entre entidades, en aquellos supuestos en los que la escasa dimensión de algunas de las // entidades es un factor que contribuye a elevar, indebidamente, estos costes operativos.