

XVI JORNADAS DE MERCADO MONETARIO DE INTERMONEY

Alvaro González de Aguilar.

Mayo, 1989

Mercados Monetarios. Mercado de Valores
Hacia el Mercado Unico Europeo

Crónica de las XVI Jornadas de Mercado Monetario de 1.989 organizadas por Intermoney.

Durante los pasados días 3, 4 y 5 de Mayo se han desarrollado en Roma las XVI Jornadas de Mercado Monetario que convoca anualmente Intermoney. Cerca de 400 profesionales han acudido a dicha cita para analizar y debatir los problemas candentes de los mercados financieros y, además, contribuir a que el proceso de integración efectiva de España en el seno de la C.E.E. avance un paso más, tomando como referencia el horizonte del Mercado Unico de 1.992.

A lo largo de las tres jornadas de trabajo se han producido hasta dieciocho intervenciones, con debates adicionales en algunas de ellas. Desde la apertura de las sesiones, a cargo del Director General del Banco de España D. Angel Madroñero, hasta el cierre de las mismas, realizado por el Gobernador del Banco de España, se ha constatado el enorme interés, existente entre los asistentes, por analizar y ponderar la actual situación financiera española, y proyectar su futura integración en un Mercado Unico.

En las páginas que continúan se realiza una apretada exposición de los Temas allí tratados y de las cuestiones más relevantes de los mismos. La obligada puntualidad de esta referencia obliga a la sistesis, pero el conocimiento de lo allí expuesto, permite profundizar posteriormente en los textos directos de las intervenciones.

Las Jornadas se estructuran sobre dos bloques de temas. Un primer bloque hace referencia a la situación de nuestros mercados monetarios y de valores. El segundo desarrolla aspectos muy importantes de los sistemas financieros en los procesos de convergencia hacia el Mercado Unico.

En el primer grupo las intervenciones se nuclean sobre las siguientes cuestiones:

- 1) . Desarrollo de la reforma del mercado de valores.
- 2) . Experiencia y futuro del mercado de Deuda Pública.
- 3) . Horizonte de los mercados de renta fija privada.
- 4) . Evolución de la función de tesorería en las entidades de crédito.

En el segundo grupo los temas quedan agrupados de esta forma:

- 5) . Problemática de la liberalización de capitales y de servicios.
- 6) . Armonización fiscal.
- 7) . Desarrollo de la regulación comunitaria.
- 8) . Perspectiva del nuevo mercado financiero.
- 9) . Entidades financieras: Su evolución. Problemas de supervisión.
- 10) . La unión monetaria.
- 11) . Entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo.

1. Desarrollo de la reforma del mercado de valores: Exposición del Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores Luis Carlos Croissier

La Ley que constituye la norma básica del proceso de reforma incorpora una triple óptica:

- . Homologación de los mercados interiores a las tendencias internacionales.
- . Consecución de un mercado más flexible y transparente.
- . Protección al inversor.

Para conseguir este triple frente se precisa una reforma radical de muchas instituciones. Cuatro puntos básicos articulan esta reforma:

- a.- Reforma institucional.
- b.- Reforma de los mecanismos de contratación.
- c.- Reforma de los sistemas de compensación y liquidación.
- d.- Reforma de la supervisión del mercado.

a.- Instituciones

Hasta ahora cuatro Bolsas con sus Juntas Sindicales. Agentes individuales que operaban por cuenta ajena y cumplían la función de fedatario público. Las entidades que operaban en Bolsa no figuraban en registros específicos.

La Ley crea sociedades para operar por cuenta propia y/o por cuenta ajena. Se plantea una sustitución de los entes públicos (Bolsas) por Sociedades Rectoras de Bolsas. Estas gestionarían un mercado que funcionaría electrónicamente y de forma continuada.

¿En qué punto del proceso se encuentra ahora la situación? Ha aparecido el Decreto sobre Sociedades y Agencias de Valores que son piezas básicas del entramado institucional. La norma persigue un doble objetivo.

Por un lado, obtener flexibilidad en las formas de actuación respecto a la rigidez de la Ley y, por otro, la posibilidad, para estas figuras, de competir en el mercado en igualdad con las entidades de crédito.

En estos momentos se está a la espera de recibir los proyectos de constitución de ambas Sociedades, sean o no miembros de las Bolsas, y la Comisión declara su voluntad de acelerar el análisis de los mismos y, si procede, su aprobación.

Sobre el proceso de constitución de las Sociedades Rectoras de Bolsas, está próxima la aparición del Decreto que las regula. Existen unas ideas que lo orientan:

- . Se le adjudican las competencias de supervisión del mercado.
- . Se plantea un horizonte de financiación equilibrado en cada ejercicio. No principio de lucro pero sí de equilibrio presupuestario. La política de tarifas ha de ser flexible, tanto la de los miembros de mercado, como la de las operaciones.

Las necesidades de inversión de los futuros miembros se anuncian como moderadas, por que ya se ha terminado el inventario de los medios humanos y materiales, que ahora dependen de las cuatro Juntas Sindicales e inmediatamente se podrá abordar el proceso de constitución de las Sociedades promotoras de las Sociedades Rectoras, que materializan el traspaso de medios materiales y humanos y elaborarían los estatutos de las Sociedades Rectoras.

Se ha trabajado en el desarrollo del Comité Consultivo que es el órgano que tiene que informar sobre la constitución de Sociedades y Agencias y sobre las circulares que vaya elaborando la Comisión Nacional.

Recientemente se ha producido la primera fase reguladora de los Mercados de Futuros y Opciones que, en primera instancia, nacen al amparo del mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta, pero que más adelante será ordenado al amparo de la Ley del Mercado de Valores, mediante un Decreto que regulará su funcionamiento y su supervisión.

b.- Mecanismos de contratación

La Ley prevé la existencia de un Mercado Unico con interconexión electrónica para las cuatro Bolsas. Habrá una Sociedad rectora de interconexión que estará en marcha el 29 de julio y cuyo primer embrión lo constituye la Sociedad Mercado Continuo S.A. que tiene un patrimonio de 1.400 millones de Ptas. y una primera experiencia satisfactoria, con la contratación continua inicialmente de cinco valores, que, más adelante, irá incrementándose.

c.- Sistemas de compensación y liquidación

El futuro se orienta hacia un sistema global de anotaciones en cuenta. El servicio de compensación estará gerenciado por una sociedad anónima que se denominará Servicio de compensación y liquidación cuyos accionistas será entidades de crédito, Sociedades y Agencias.

Se han realizado dos tareas. Una primera, relativa a la evaluación de los medios humanos y materiales, de las Bolsas y de las entidades depositarias, y otra para elaborar una propuesta sobre el Nuevo Sistema de Compensación.

En la evaluación se ha visto que el sistema actual no cumple para nada con una homologación internacional, y como este aspecto es un factor crítico de la seguridad y eficacia de los mercados de capitales modernos, la reforma se hace aún más obligada. Ahora no se cumplen tres principios básicos:

- . Neutralidad financiadora.
- . Entrega contra pago.
- . Certeza en la fecha de liquidación.

Se plantean como objetivos en relación con los tres principios mencionados:

- . Liquidación diaria con diferimiento de cinco días que en el año 1.992 se reducirá a tres.
- . Garantizan la entrega contra pago.
- . Establecen un sistema de préstamo de valores como soporte cierto en la liquidación.

d.- Supervisión del mercado

La Ley opta por un modelo de supervisión fuerte al estilo del empleado en U.S.A. Se irá hacia la creación de una agencia gubernamental con independencia funcional en el desarrollo de sus competencias con un estatuto jurídico similar al del Banco de España.

Como avances en este campo hay que señalar los siguientes:

- . Control del registro de nuevas emisiones en el cual el folleto de emisión se configura como pieza básica.
- . Actuaciones en materia de Instituciones de Inversión Colectiva.
- . Trabajos sobre el Reglamento de Bolsa. Operativa por cuenta propia, desarrollo de Código de conducta, no intervención sobre valores propios e incorporación de los criterios comunitarios en materia de "insider trading".
- . Requisitos de información al público.

2. Experiencia y futuro del Mercado de Deuda Pública

La intervención del Director General del Banco de España D. Raimundo Ortega hizo referencia, en una primera instancia, a la situación actual del mercado. Con un saldo vivo, al término de 1.988, algo superior a 13 bill. de Ptas., materializadas en diferentes instrumentos, se realizaron operaciones, en dicho año, en el mercado secundario por un volumen de 160.000 miles de mill. de Ptas. Esta operativa se lleva a cabo a través de una diversidad de mercados, instrumentos y complejidad organizativa que se ha ido consiguiendo en el paso de los últimos años.

Posteriormente expuso sus criterios sobre el posible desarrollo futuro de estos mercados. Respecto al mercado primario señaló tres puntos como básicos:

. Calendario

Necesidad de una definición lógica y duradera.

. Compromiso por unas técnicas de emisión

El Tesoro debe eliminar las incertidumbres sobre precio, cantidades, utilización del tramo competitivo y no competitivo y posibilidad de segunda vuelta para negociantes especializados.

Las perturbaciones en el primario crean problemas en los mecanismos de inyección de liquidez y de imagen ante los inversores extranjeros.

. Avance en la diversificación de instrumentos.

Todavía existen lagunas en tres segmentos:

- No hay Letras del Tesoro a tres meses.
- No hay un activo para pequeños inversores que incorpore una preferencia por la liquidez
- Es insuficiente la atención a no residentes. Con un saldo de Deuda en su poder inferior a 300.000 mill. en Abril de 1.989 tienen problemas de fiscalidad en la devolución de retenciones y un sistema de liquidación específico.

El análisis del mercado secundario también presenta aspectos dignos de comentario.

. Existe mayor eficiencia en el mercado mayorista que en el minorista pues al pequeño inversor obtiene rentabilidades inferiores via precio y comisiones.

. Conviene insistir en la potenciación de la eficiencia de las gestoras y para ello es fundamental el núcleo de las 34 entidades.

. Existen problemas en la transparencia y difusión de precios. Las entidades cotizan escasamente y solo en términos indicativos.

. La consecución de nuevos inversores institucionales, entre otros factores, vendrá determinado por la existencia de mecanismos de cobertura y para ello es importante haber establecido una normativa para operaciones a plazo como paso hacia un mercado de futuros y opciones.

. Dos carencias tienen especial relevancia:

a.- Inexistencia de un marco contable adecuado para integrar la doble actividad de negociación e inversión con criterios diferentes. En este sentido el Banco de España publicará una circular próximamente.

b.- La falta de una definición fiscal que elimine la noción de sospecha de fraude.

Finalmente se aludió a la incidencia de la Ley del Mercado de Valores que provoca incertidumbre sobre las figuras de intermediarios y sobre el ámbito de competencia y supervisión del mercado de Deuda entre el Banco de España y la Comisión Nacional.

3. Horizonte de los mercados de renta fija privada

La ponencia estuvo a cargo de Felix Arce, Director General de la Asociación de Intermediarios.

Como punto de referencia estableció la necesidad de homologación con las prácticas internacionales, proceso éste sobre el cual se ha avanzado pero todavía hay elementos por incorporar.

La innovación financiera y la titularización han sido las fuerzas propulsoras del mercado en los últimos tiempos. En la primera de ellas influyó decisivamente la búsqueda de la falta de regulación, para eludir la incidencia de coeficientes ó de la fiscalidad y propició desarrollos como los de las letras de Bolsa, los pagarés bancarios ó, recientemente, las primas únicas de seguro.

El proceso de desintermediación de los créditos bancarios, o conversión de deuda en instrumentos negociables, conocido genericamente como titularización ha sido la otra influencia propulsora del cambio. Las causas de la expansión de este fenómeno son múltiples: Deterioro del balance del sector público, influencia de la evolución de los tipos en el ámbito de los inversores, deseo de independencia financiera de las grandes empresas con reducción del protagonismo del crédito bancario, la tendencia progresiva a la liberalización y desregulación y, finalmente, el desarrollo vertiginoso de la tecnología electrónica e informática.

La actuación de las fuerzas anteriores han producido unos efectos importantes:

- . Concentración excesiva de la renta fija de las empresas en plazos cortos.
- . Reducción de la renta fija a largo. La deuda viva en obligaciones de grandes empresas era de 576.000 mill. de Ptas. al final de 1.986 y sólo de 397.000 mill. de Ptas. en Marzo de 1.989.
- . Inestabilidad de los tipos de interés del sistema propiciado por la política monetaria activa contra la inflación.

En este contexto, el mercado secundario de renta fija ha padecido un raquitismo crónico. Su necesidad es patente para que los instrumentos de largo pueden monetizarse y transformar posiciones en un mercado cambiante. Es preciso crear un sistema de anotaciones en cuenta que facilite las transacciones y agilice las liquidaciones. Un mercado secundario eficaz potenciaría actuaciones de instituciones típicamente inversoras de largo plazo como Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros.

Hay que acercarse a un paralelismo con las prácticas del euromercado. En este sentido conviene mencionar varias alternativas de renta fija:

- . Obligaciones convertibles. Han tenido un protagonismo importante en el periodo 1.985-88 con 1.4 bill. de Ptas. emitidas.
- . Mercado de eurobonos con deuda viva a 31.3.89 de 190.000 mill. Son emisores de gran solvencia y sus prácticas de emisión se producen de acuerdo con las costumbres internacionales.

- . Mercado de pagarés a medio y largo plazo. Tiene una deuda viva de 170.000 mill. de Ptas. con futuro por delante porque tienen mayor flexibilidad y ventajas sobre los bonos.
- . Mercado de pagarés de empresa. Con una deuda viva estimada de 800.000 mill. de Ptas. aunque esta está concentrada básicamente sobre cuatro emisores.

4. Evolución de la función de tesorería en las entidades de crédito

La intervención estuvo desarrollada por Juan Palacios, Director General Adjunto del BBV.

En primer lugar, realizó una visión de la situación de las tesorerías en las entidades de crédito con perspectiva histórica. Había un primer planteamiento, en el cual la Tesorería era poco activa, con un importante contenido administrativo en la gestión de coeficientes y en la de las cuentas de tesorería. Hoy es una unidad especializada del banco que opera activamente en los mercados monetarios, de capitales y de cambios, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus clientes. Cuatro cambios se han producido:

- a.- Integración de operaciones. Unión de la actividad de pesetas y la de divisas y cambios. Agrupación de las operaciones de Deuda Pública ó las de eurobonos.

- b.- Participación más activa de los tesoreros en todos los mercados. De una operativa orientada a "cubrir posición" se pasa hacia actividades de arbitraje y de "trading" encaminada a obtener beneficios. Los más activos actúan como "creadores de mercado" cotizando permanentemente, transformando plazos y asumiendo riesgos de tipo de interés. Algunas tesorerías pasan a ser centro de beneficios.
- c.- Control de riesgos de interés, de liquidez y de cambio.
- d.- Creación de unidades de Tesorería en empresas no bancarias. Obliga a un planteamiento especial en los bancos creando unidades especializadas en tesorería de empresas dentro de la Tesorería general.

Posteriormente pasó a analizar la proyección de la actividad y definió una serie de desafíos para el tesorero del futuro:

- . Desarrollar una Tesorería Integradora de mercados.

Los factores más importantes son:

- La segmentación debilita. Debe haber un único responsable.
- Habrá un incremento de posibilidades operativas y de arbitraje.
- Tiene que aumentar el contenido internacional de las Tesorerías.
- Tesorería incorporará métodos de gestión de cartera de renta fija.

. La tesorería debe constituirse en centro gestor de riesgos de la entidad financiera superado el criterio de gestor de liquidez.

. Hay que establecer un buen sistema de medida de resultados porque hasta ahora son rudimentarios.

. Es preciso la implantación de un sistema eficaz de información y de apoyo, que debe recoger la especialización de operadores por productos, como paso hacia la implantación de sistemas expertos.

. Es básica la definición que se haga de la situación de la Tesorería dentro del banco y de la sensibilidad de la Dirección del mismo ante los planteamientos enunciados.

5. Problemática de la liberalización de capitales y de servicios

Intervención desarrollada por Manuel Hernandez, Director de la Dirección General II de la CEE.

El problema de la fragmentación de mercados es generalizado en el ámbito europeo pero se hace más patente en el sector financiero en el cual, con las mayores dimensiones del mundo, hay una dependencia de lo que ocurre en USA como se evidencia en la evolución de los tipos de interés y en la de la Bolsa.

El proceso de integración incorpora tres componentes básicos:

1. Moneda única

No se logrará este siglo. Afecta al corazón de la soberanía de las naciones. El SME y el ECU son realidades actuales. El ECU es bien utilizado por el sector privado aunque el público es menos activo; su problema es que no sea rechazado como medio de pago.

2. Libertad total de movimiento de todos los capitales

La Directiva 6/88 autorizará a cada individuo ó empresa a hacer lo que desee en materia de capitales en cualquier moneda.

Los efectos favorables que se prevén:

- Una afectación más eficiente de recursos.
- Concurrencia más viva con ventajas para el consumidor.
- Mercado europeo será más autónomo respecto a USA y el ahorro europeo tenderá a fijarse en su territorio.

También se presentan una serie de inconvenientes:

- Movimientos de capitales pueden crear problemas.
- Afectación a las políticas monetarias nacionales. La soberanía monetaria compete a los estados miembros pero es una utopía pensar que puede ser autónoma. La política monetaria debe ser europea, no nacional.
- Problema fiscal. Tiene que producirse armonización y esta vendrá por acuerdos entre los Estados Miembros o, forzosamente, a través del mercado y ello podría ser brutal.

La integración tendrá un resultado positivo neto para los europeos. Los posibles perdedores en el proceso serán los privilegiados prestatarios sin concurrencia y, respecto a las entidades financieras, las no dinámicas, porque las barreras de redes no serán suficiente defensa. Se hace necesaria la internacionalización de los "staff" de las entidades financieras.

3. Liberalización de servicios financieros

Implica libertad de instalación en cualquier país de la CEE y, en segundo lugar, para las operaciones realizadas fuera del propio país no tienen que estar controladas por el país donde se trabaja sino por aquel en el que está su casa matriz. En este punto se plantea el problema de la reciprocidad con los países no comunitarios que tanto preocupa a USA.

6. Armonización fiscal

Potencia a cargo de Jose Luis Leal Asesor económico del B.B.V.

Las Directivas de desarrollo del Acta Unica en la apertura del mundo de los servicios a la competencia se sitúan entre las más innovadoras que ha producido la Comisión. Por su parte las instituciones financieras han adaptado su estrategia a una nueva situación cuyos síntomas cada día están más presentes.

En este marco general donde conviene situar el problema de la armonización de la fiscalidad sobre el ahorro. Actualmente existen disparidades muy acentuadas en el tratamiento de la cuestión entre los diferentes países de la CEE. Sin embargo, la perspectiva de la libre circulación de los capitales ha despertado el temor, en los países que gravan fuertemente los rendimientos del ahorro. De ahí las discusiones sobre la armonización de la fiscalidad sobre el ahorro como condición previa a la liberalización de los movimientos de capital la existencia de un acuerdo y de más fechas concretas para la liberalización hacen que la cuestión sea urgente.

La Comisión ha elaborado una Directiva en la que establece una retención, que tiene carácter de mínimo, del 15%. La Directiva tiene dos puntos importantes:

- . Definición de interés. Es amplia, cualquier renta obtenida de títulos de cualquier clase.
- . Excepciones admitidas ante la retención.
 - En eurobonos
 - Referidas al ahorro popular.
 - Intereses como renta comercial de las empresas.

Las posiciones de los países ante la implantación de la retención son diferentes. Los más ordenados fiscalmente se oponen a la Directiva. Los que tienen mayores problemas de fraude y evasión, que a menudo son también aquellos que tienen más reglamentado el mercado de cambios, son los que más la apoyan.

Otro problema muy importante es el del fraude fiscal. Se intenta avanzar en la propuesta de una segunda Directiva que reduzca los obstáculos administrativos para facilitar información solicitada por los otros países miembros. El Estado que demandase información debería presentar una "presunción precisa" de que alguno de sus contribuyentes ha transferido "fondos importantes" a otro Estado con el fin de evadir el pago de impuestos. Es, con todo, un enfoque restrictivo de colaboración.

En el proceso hay dos lógicas enfrentadas:

- La libertad de capitales producirá, por la fuerza, la armonización fiscal.
- la armonización debe de preceder a la liberalización.

La búsqueda de salidas intermedias deber tener en cuenta la estabilidad entre el control preventivo de las distorsiones y la libertad plena de movimiento de capitales. La diversidad de los regimenes aplicables a los rendimientos de capital en los países miembros hace temer a algunos Gobiernos una fuga masiva de capitales hacia países con legislaciones mas suaves. Ello lleva a plantear las implicaciones que podrían tener, para el equilibrio de las monedas, los previsibles desplazamientos de capitales como consecuencia de las diferencias impositivas. Se trata de un problema muy complejo por la ausencia de contraste empírico. La experiencia de funcionamiento del SME, con convergencia en las políticas económicas y reducción apreciable del margen de fluctuaciones de las monedas, no es paralela con la evolución de los tipos y su variabilidad.

La cuestión básica es si los movimientos de capital por razones impositivas podrán determinar los tipos de cambio y la respuesta es que hasta cierto punto sí. La alternativa de inmovilización estaría en que donde haya mayor presión fiscal tendrá que haber mayores tipos para fijar los capitales.

Si el principio que inspiró el establecimiento de una retención mínima, fué garantizar un cierto nivel de ingresos fiscales, este proceso puede desarrollarse hacia la alineación de los sistemas impositivos, sobre la base de los más liberales. Ello supone abrir un fenómeno progresivo de reducción de los impuestos de renta de capital en detrimento de las rentas de trabajo, que, por su naturaleza, constituye un cambio de primera magnitud.

7. Desarrollo de la regulación comunitaria

Intervención desarrollada por Paolo Clarotti, Director de la XV Dirección General de la C.E.E.

Se trabaja para conseguir un mercado común bancario que reemplace a los 12 mercados nacionales. El camino es largo y complejo. Se inicia en 1.965 cuando se presenta la primera propuesta sobre el sector bancario que no es aprobada hasta junio de 1.973 a pesar de que tienen objetivos limitados y dirigidos a eliminar discriminaciones sobre la nacionalidad.

El criterio de unanimidad que el Tratado de Roma imponía dificultaba de manera sensible la posibilidad de obtener avances. Hasta 1.977 no se aprobó la Primera Directiva marco sobre la armonización

bancaria determinando el ámbito de la coordinación. En 1.983 se consigue otra Directiva unánime sobre control y consolidación.

Se hace necesaria la adopción de otro sistema de decisiones. Una sentencia sobre circulación de productos se incorpora como jurisprudencia del Tribunal de Justicia Europeo y da pie para realizar en 1.985, el Libro Blanco para conseguir el mercado común bancario. Contiene cuatro ideas fundamentales:

- . La armonización se efectuará sobre las normas fundamentales.
- . Lo no armonizado es competencia de cada Estado y se producirá el reconocimiento mutuo.
- . La unanimidad queda suprimida. Se reemplaza por la mayoría cualificada.
- . Se establece una fecha límite para la realización completa del mercado interno: 1.992.

En 1.985 se elaboró un programa en el cual se estipulaba cuales instrumentos eran necesarios para el mercado común bancario. En Diciembre de 1.986 se aprobó la Directiva sobre balances bancarios y en Febrero de 1.989 otra sobre la obligación de los bancos comunitarios de presentar balance separado, para sucursales, en vez de balance general.

En Abril de 1.989 se aprueba una Directiva sobre armonización de los Fondos Propios de los bancos que es muy importante porque toca el corazón de la solidez de las entidades.

Además se han elaborado dos Recomendaciones que si en 1.990 no se aplican, por todos, se haran Directivas:

- . Una, sobre límites en los grandes créditos.
- . Otra, sobre el Sistema de Garantía de Depósitos.

Todavía el Libro Blanco de 1.985 prevé tres acciones más:

- Directiva sobre liquidación y saneamiento.
- Directiva sobre créditos hipotecarios.
- Una segunda Directiva sobre coordinación que es muy importante porque en ella hay tres puntos fundamentales:
 - a.- La autorización es única. Válida para los doce países.
 - b.- El control se efectúa en el país donde está la sede social. Es garantía de inspección.
 - c.- Reconocimiento mutuo. Cada Estado contará siempre con el derecho de hacer sentir el criterio de interés general.

Otras normas de esta Segunda Directiva son:

- Capital mínimo de los bancos. Será cinco mill. de ECU.
- Acceso a las sociedades filiales.
- Limite de participación de sociedad industrial, o de otro tipo, del 50%

En Abril de 1.989 se ha presentado una propuesta sobre coeficiente comunitario de solvencia pero hay dudas razonables de que este aprobada antes de 30 de junio.

Otra Directiva propuesta es sobre Servicios de Inversiones que hace referencia a Intermediación de valores mobiliarios, Operativa por cuenta propia, Gestión Asesoramiento y Depósito y Custodia. También incluye un Fondo de Compensación para casos de quiebra en negocio de inversiones.

Este es el resumen del proceso regulador que pretende conseguir el ordenamiento adecuado para el año 1.992.

8. Perspectivas del nuevo mercado financiero

Intervenciones a cargo de Cristian de Boisseu, Profesor de la Sorbona y de Rainer S. Maseru, Director del Instituto Mobiliario Italiano.

Para C. de Boisseu el nuevo mercado financiero plantea dos aspectos importantes:

- a . Desafío abierto por la liberalización.
- b . Consecuencias para las entidades financieras

a. La liberalización europea se plantea en un contexto mundial que se pregunta por el alcance de dicho proceso. En USA inquieta la idea de "Europa-fortaleza" pero no es ese el sentido del proceso. Europa se inclina por el no proteccionismo porque la economía está mundializada. Lo que hay que hacer es negociar reciprocidades.

Otro punto es el problema del ahorro en Europa y su reciclaje. La existencia de países deficitarios o no en sus balanzas introduce asimetría en los ajustes. Frente a otras opiniones que indican que el ahorro debe quedar anclado en Europa el ponente opina que la apuesta por la liberalización implica aceptar opciones diferentes como USA o Japón y que el problema de los deficits en Europa tendrá que resolverse de la mano de un papel mucho más activo del Banco Europeo de Inversiones.

b. En el mercado de productos y servicios financieros cada vez habrá más competencia. Más oferta. Entrarán las empresas no financieras (de gran distribución) con carácter duradero.

La demanda de servicios aumentará. Sobre la evolución a largo plazo del ahorro, se continuará con la disminución del ahorro de las familias que se compensa con el aumento del de las empresas.

Si el ahorro es la materia prima, los créditos son la otra variable. Aumentan en todos los países actualmente. Con la lucha contra la inflación los Bancos Centrales intentarán reducirlos en los próximos años.

Oferta y demanda en reducción, implica caída de márgenes y búsqueda de dimensiones mayores para las entidades. Se producirá un fenómeno similar al ocurrido en la industria. Primero concentraciones y más tarde búsqueda de la eficacia por encima del tamaño.

Sobre el problema de los centros financieros en Europa y su futuro hay una cuestión básica y es el grado de integración de Gran Bretaña. Si se une a Europa podrá producirse reequilibrio de plazas financieras y si no lo hace la tesis de polarización sobre Londres tendrá más consistencia.

Rainer S. Masera planteó tres ordenes de problemas:

. Reajustes nacionales en las regulaciones.

Se hace necesaria una claridad total sobre las reglas y sobre quienes velarán por su correcta aplicación e interpretación.

. Armonización fiscal.

Es condición necesaria la búsqueda de una homogeneidad entre los regímenes nacionales de imposición directa para el perfeccionamiento y buen funcionamiento del Mercado Único.

Convergencia de cambios en el ámbito de la política monetaria estrechamente coordinada.

Se precisa de mayor integración monetaria haciendo del ECU el fundamento del sistema y adoptando modificaciones para conseguir que el SME sea más simétrico, abierto en igual modo a todos los países y en grado de proceder hacia una evolución que incremente el rigor del régimen de cambios y no lo exponga a ataques especulativos desestabilizantes durante la fase de transición.

Como primacia a este conjunto de problemas, se encuentra la exigencia de convergencia de las variables económicas de fondo y, en particular, la política presupuestaria y la formación de costes y precios.

9. Entidades financieras: Su evolución. Problemas de supervisión

Sobre estos temas se produjeron diferentes intervenciones.

En primer lugar Rafael Termes analizó la situación de la Banca privada española y su proyección hacia la integración europea.

Partiendo del hecho de que dentro del sistema financiero español sigue siendo el principal agente canalizador de recursos, efectuó una comparación internacional con datos de 1.988 para España y de 1.987 para los países de la CEE, en la que demostró la posición relativamente favorable de nuestras entidades.

Especial acento puso en el tratamiento de los costes de transformación en demostrar que no son tan altos como para poder tratar

al sector de ineficiente y en defender que aunque, en general, es cierto que a mayor nivel de costes menor eficiencia, cuando estamos ante servicios especializados puede darse la relación de costes altos y beneficios altos. La potencial apertura a mayor penetración de la banca extranjera no resuelve el problema de costes porque la barrera de redes encarece sus funciones como está demostrado hasta ahora.

Respecto a la integración comunitaria se mostró razonablemente optimista. La capitalización al nivel Cook ya está recuperada y la banca ante el proceso de concentración mantiene posiciones diferentes que se traducen en estrategias variadas todas ellas válidas.

El Director de la Asociación Bancaria Italiana Dr. Felice Gianani expuso la problemática de su país en el ámbito bancario.

La norma básica que regula la actividad data de 1.936. En ella se efectuaba una división entre banca comercial, para operaciones a corto plazo, e institutos de crédito especial, para operaciones a medio y largo.

Actualmente se vive un proceso de desintermediación bancaria muy acelerado. Los depósitos de la banca sobre el total de los activos financieros han pasado del 70% en 1.979 al 40% en 1.989 lo que supone un cambio muy radical.

El enfoque que se elige en la CEE de banca universal no es compatible con el modelo italiano y por ello aparece el concepto de grupo polifuncional que está rodeado de importante polémica y al cual se opone claramente el de banca universal.

El problema de la dimensión también es actualidad en Italia donde solo siete bancos se consideran grandes y no se está seguro de tener capacidad para competir internacionalmente.

Otro tema candente es el de la relación de la banca con la industria que en Italia siempre han estado separadas pero que ahora recibe presiones de penetración desde la industria. Hay resistencias a dicho proceso, que, de alguna manera, conectan con la idea de neutralidad con la que se trabaja en Bruselas.

Tres cuestiones pendientes de importancia:

- . Una normativa integral sobre intermediación financiera.
- . Reforma de la Bolsa.
- . Ajuste legislativo ágil.

Finalmente interesa resaltar la exposición del Director General Adjunto del Banco de España D. Raimundo Poveda sobre el control de las entidades financieras en el marco del mercado común bancario.

El proceso afectará a las entidades por la vía de las modificaciones contables y por la alteración de los mercados a partir de 1.993 con la libre instalación y la libre prestación de servicios.

En España gran parte de las reglas comunitarias ya están implantadas. Por ello interesa centrarse sobre las regulaciones pendientes. En relación con ello una primera cuestión es pasar del concepto de entidad de depósito, más restringido, al de entidad de crédito. Este paso implica mayor dificultad de coordinación legislativa.

Desde el punto de vista cronológico la regulación tiene unas definiciones básicas:

- . Primera Directiva de 1.977.

Sobre concesión de licencias. Al aplicarse a entidades de crédito se tropieza con dificultades.

- . Directiva de 1.986 sobre cuentas anuales.

No presenta problemas importantes. Las exigencias que plantea son moderadas y no muy diferentes de las actuales para bancos y cajas de ahorro.

Incluye algunas novedades como el tratamiento de las participaciones en empresas, dotación de fondos de pensiones, pagarés activos y pasivos y otras.

Se suscita la posible pérdida de información existente ahora en España y que no están en las obligaciones comunitarias.

Los resultados figuran con la deducción para impuestos introduciendo en nuestro país una práctica universal.

- . Recomendación de 1.986 sobre grandes riesgos estableciendo unos límites en relación con los recursos propios.

- . La Directiva clave será la Segunda

- Concretará el concepto de honorabilidad.
- Concretará el capital mínimo para conseguir la licencia bancaria.
- Establecerá los límites de participación de las entidades de crédito en entidades no financieras introduciendo la idea de banca universal donde no la hay y restringiendo en países donde se utiliza ampliamente como Alemania y España.
- Establecerá los requisitos de solvencia para instalarse en países distintos al de origen

- . Habrá dos Directivas importantes. Una sobre niveles de solvencia. Otra sobre definición de recursos propios. En relación con dicha definición hay que señalar que en España, según estudio realizado al término de 1.987, el punto de partida para llegar a 1.993 resultaba cómodo y esta situación ha mejorado en 1.988.

Respecto a la libertad de instalaciones, hay que señalar que supone la posibilidad de mayor penetración de sucursales extranjeras en España, la potencial salida de entidades bancarias nacionales al exterior y la libre prestación de servicios sin distinción de fronteras. En 1.988 se han otorgado nuevas licencias, para acercarse al proceso de apertura total. Las consecuencias de ese proceso, cuando este plenamente desarrollado, no son de temer, ya que hace tiempo que las protecciones se han levantado, con implantación de libertad de tipos de interés, debilitamiento de las barreras bancarias, con la penetración de la banca extranjera.

10. La unión monetaria

Ponencia desarrollada por Joaquín Muns, Catedrático de Organización Económica Internacional.

El ponente dividió su intervención en cuatro puntos:

1. Antecedentes fundamentales de la Unión Monetaria.

- . Año 1.972. Implantación de la serpiente monetaria.
- . Año 1.974. Dos Directivas, sobre fomento de la convergencia en la política económica, una, y consecución de estabilidad en crecimiento y empleo, la otra.
- . Diciembre 1.978. Creación del SME con tres elementos fundamentales:
 - ECU
 - Establecimiento de márgenes con banda de 2.25.
 - Aumento y mejoría del crédito interpaíses.

La existencia del SME ha supuesto un éxito considerable en materia de estabilidad de monedas y convergencia de tasas de inflación.

2. Efectos de la integración financiera sobre las políticas económicas nacionales

La comisión propuso en 1.985 la creación de un espacio económico sin fronteras. Este objetivo quedó incorporado al Acta Unica en Julio de 1.987 y se constituyó en el instrumento legal para la consecución del mercado sin fronteras en 1.992.

Tres opciones posibles para combinar políticas monetarias y fiscales con la supresión de barreras al libre movimiento de capitales:

- Mantener la situación actual.
- Ampliar los márgenes de fluctuación de las monedas. Supondría perdida disciplina.
- Reforzamiento del mecanismo del SME y coordinación de políticas económicas. Esta opción es la válida para conseguir objetivos de reducción de perturbaciones en los movimientos de capitales y de compatibilidad de las políticas nacionales.

3. Informe Delors

Plantea un esquema de Unión Monetaria con tres condiciones y una Unión Económica que comporta cuatro elementos. Las paridades irrevocables, en la Unión Monetaria, y la coordinación de las políticas económicas nacionales, en la Unión Económica, son elementos cualitativos decisivos para alcanzar una y otra.

Sobre la Unión Económica se plantean algunas objeciones:

- ¿Pueden las políticas regionales suplantar la libertad económica del mercado? Los autores del Informe abogan por la corrección de los desequilibrios.
- ¿La coordinación de la política fiscal puede comportar instrucciones rígidas? Se aboga por un modelo centralizado con directrices para los presupuestos.

En la filosofía económica del Informe resaltan tres aspectos:

- Economía de mercado.
- Transferencia mínima de competencias.
- CEE deber ser un sistema comercial abierto.

El informe contempla el reforzamiento institucional para absorber las funciones de los entes europeos y, en concreto, propugna la creación del Banco Central Europeo.

En lo que se ha llamado un perfil evolutivo, el Informe diseña tres etapas en el proceso que debe conducir a la Unión Monetaria:

- Primera. Comienza el 1 de Julio de 1.990 y consistirá en la entrada de todas las monedas en el SME y en un refuerzo de los mecanismos de convergencia de las políticas económicas.
- Segunda. Sin fecha fijada. Transferencia al llamado sistema europeo de bancos centrales de las competencias monetarias de todos los organismos de la CEE. El Consejo fijaría normas no obligatorias para los deficits públicos. La modificación de paridades solo se llevaría a cabo excepcionalmente y como ultimo recurso.

- Tercera. Fijación de paridades irrevocables. El Consejo impondría límites presupuestarios obligatorios. Se transferirían al Sistema europeo de bancos centrales las reservas de cambio, así como la capacidad de administrarlas y de intervenir en los mercados. En principio, el Informe recomienda la adopción de una moneda única.

4. Comentarios sobre el Informe Delors

Documento de gran calidad técnica, quizás con excesiva tecnocracia. Existe un equilibrio razonable entre los distintos puntos de vista. Se propugna un sacrificio de la política monetaria sobre la política de los tipos de cambio. Aboga por la centralización de las políticas presupuestarias nacionales. En determinados puntos establece la participación voluntaria y eso podría devenir en una Europa de dos velocidades. El Informe omite los aspectos en función de los cuales se emitirá el ECU. El elemento esencial para configurar el futuro es la voluntad política de llevar adelante el proyecto.

11. Entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo

Intervención de cierre de las Jornadas realizada por el Gobernador del Banco de España.

Dos preguntas cabe hacerse frente a la entrada de la peseta en el S M E:

1. ¿La aceptación del mecanismo de disciplina cambiaria que supone el SME, mejora o debilita la capacidad de la economía española para absorber las perturbaciones de origen interno o externo que en el futuro pueden afectarle?

2. ¿La entrada de la peseta en el SME ayudará a mejorar la política económica española, así como la propia conducta de los agentes económicos.?

En economías muy abiertas al exterior y con grado elevado de indexación salarial aumentan las ventajas de la estabilidad del tipo de cambio, ya que los movimientos del tipo de cambio nominal se trasladarán con rapidez al nivel de precios reduciendo los efectos de una teórica flexibilidad en el manejo de la política cambiaria.

Cuando la flexibilidad cambiaria resulta eficaz, porque existen situaciones de "desequilibrio fundamental" de balanza de pagos, dicha flexibilidad es compatible con las normas del SME. La "rigidez flexible" puede reducir la variabilidad del tipo de cambio, evitar que la cotización de la pta. se distancie del nivel coherente con los factores económicos e impide que se registren fluctuaciones del tipo de cambio real.

Los efectos beneficiosos de una mayor estabilidad en los mercados de cambios irán creciendo. Por el contrario, si la peseta quedara fuera del SME, la libre circulación de capitales podría dar lugar a fuertes presiones, generando un elevado grado de inestabilidad cambiaria que incidiría desfavorablemente sobre el sector real.

Las supuestas ventajas de una política monetaria autónoma son un espejismo. La incorporación al SME supone normas claras de política económica y disponibilidades para las intervenciones cambiarias consiguiendo estabilidad para el tipo de cambio.

El otro punto de valoración es el del impacto de la entrada de la pta. en el SME sobre la capacidad de la política económica para conseguir un crecimiento sostenido y no inflacionario.

En este sentido hay que señalar que la experiencia en España en los últimos 15 años indica que la existencia de factores sociales y políticos limitan la capacidad de la política monetaria para conseguir estabilidad de precios. Por el contrario, si los agentes económicos toman conciencia de que decisiones inflacionistas, en precios y salarios, tienen repercusión inmediata sobre márgenes empresariales y nivel de empleo, porque la política monetaria no podrá financiar dicho proceso, su comportamiento tenderá a la moderación.

Adicionalmente, los efectos positivos de la entrada en el SME se conseguirán si se produce una distribución adecuada entre política monetaria y política presupuestaria.

Como referencia al contexto integrador, el dinamismo del área económica del SME se constituye en factor condicionante fundamental del crecimiento de la economía española. En paralelo, la disciplina cambiaria propiciará mayores beneficios en la medida que el SME evolucione en el sentido indicado por el Informe Delors.