

# COLABORACIONES





# ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL PROCESO DE REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO Y SU FUTURO

**Victorio Valle**, catedrático de Hacienda Pública y actualmente Director General de Política Financiera del Ministerio de Economía, analiza en este artículo el camino recorrido por la reforma del Sistema Financiero, iniciada a mediados del año 1977, y los principios a que deberán ajustarse en el próximo futuro las líneas fundamentales de actuación, partiendo de la idea básica de la irreversibilidad del proceso de liberalización.

## EL PUNTO DE PARTIDA

**D**ESDE sus comienzos, a mediados de 1977, el proceso de reforma del Sistema Financiero español, ha tenido cuatro objetivos fundamentales, que podrían expresarse con cierta generalidad en los siguientes términos:

1.º Incrementar el volumen de fondos disponibles para financiar el proceso de inversión, mediante una adecuada retribución, del ahorro, teniendo en cuenta la incidencia de la inflación sobre la remuneración real.

2.º Lograr una mejor asignación de los recursos existentes, reduciendo los circuitos privilegiados de financiación.

3.º Procurar una actuación más eficiente de las instituciones financieras que se traduzca en una rebaja de los costes de transformación del ahorro, propiciando la competencia mediante la introducción de nuevas instituciones en el sistema financiero y la equiparación de las ya existentes en su operatoria.

4.º Asegurar un conveniente proceso de financiación a medio y largo plazo de las empresas impulsando, principalmente, el funcionamiento de un mercado de valores robusto con un activo mercado secundario que asegure la liquidez a los tenedores de valores.

El propósito de lograr estos objetivos llevaría, al primer Gobierno surgido de las elecciones, a adoptar en el verano de 1977, un conjunto de medidas concretas, en una triple línea expresamente reconocida.

De una parte se dispusieron medidas encaminadas a reforzar la instrumentación conveniente de la Política Monetaria. Se elevó así el coeficiente de Caja de las Cajas de Ahorros, y se integraron a estas instituciones en el mecanismo de los créditos de regulación monetaria del Banco de España, cuya mecánica operatoria también fue mejorada.

En segundo lugar, se trató de aproximar los tipos de interés del sistema a los de mercado, ele-

vando de una parte el tipo de interés básico, liberalizando los tipos en operaciones con plazo superior a un año y revisando los intereses de los valores y créditos computables en los coeficientes de inversión obligatoria de las instituciones financieras.

Finalmente, se iniciaba un proceso de reforma estructural que afectaba por una parte a las Cajas de Ahorros fundamentalmente —reducción de los coeficientes de Fondos Públicos y de Préstamos de regulación especial, extensión de su operatoria en paridad con la Banca privada y democratización de sus Organos de Gobierno— y, por otra, al Mercado de Valores para cuya reforma se creaba una Comisión encargada de elaborar un informe que abarcara los distintos aspectos en que aquélla podría consistir.

Estas medidas concretas se ratificaban y completaban con un extenso programa de futuras actuaciones en los acuerdos suscritos por los partidos con representación parlamentaria en el llamado Pacto de la Moncloa el 25 de octubre de 1977.

## ENTRE LOS PACTOS DE LA MONCLOA Y EL PROGRAMA A MEDIO PLAZO PARA LA ECONOMIA ESPAÑOLA

El período siguiente a los pactos suscritos en la Moncloa se caracteriza, desde el punto de vista del Sistema Financiero, por la continuidad en la «filosofía» liberalizadora y en las realizaciones concretas encaminadas a darle operatividad.

Así, pueden citarse en el terreno normativo y entre otras me-



didadas menos relevantes, la regulación de la instalación de sucursales de Bancos extranjeros (Real Decreto de 23 de junio de 1978), un nuevo marco jurídico para las Cooperativas de Crédito (Real Decreto de 3 de noviembre de 1978 y las Ordenes de 26 de febrero y 30 de junio de 1979), la instrumentación de las Sociedades de Garantías Recíprocas destinadas a jugar un papel importante en la financiación de las pequeñas y medianas empresas (Real Decreto de 26 de julio de 1978), la regulación más flexible de las entidades de financiación de ventas a plazo (Orden de 19 de junio de 1979) el establecimiento de normas de información para los títulos de renta fija (Real Decreto 1.851/78, de 10 de julio y Orden de 27 de noviembre de 1978) y algunas relativas al proceso de fusión de las Cajas de Ahorros y a la realización de su Obra benéfico-social.

En el terreno de la realidad, por otra parte, se impulsó el funcionamiento de un mercado más amplio de Bonos de Tesoro con fines monetarios, se ha ido elevando paulatinamente, pero en forma sustancial, la rentabilidad de los títulos emitidos por las entidades públicas y se inició la vía de financiación parcial a través del mercado, de las Entidades Oficiales de Crédito.

Razones, sin embargo, de política económica general relacionadas de una parte con el déficit del sector público y de otra con las tensiones que sobre el tipo de cambio estaban generando unas excesivas entradas de capitales del exterior, probablemente por las dificultades de acceso al crédito interior, a medio y largo plazo, aconsejaron en abril de 1979 un conjunto de medidas correctoras que recondujera a sus justos términos el

control de la liquidez, que desalentara el progresivo acceso al endeudamiento exterior, a la vez que mediante la desaceleración en el ritmo previsto en la caída de los coeficientes de inversión obligatoria de la Banca y de las Cajas de Ahorro se trataba de asegurar una canalización de fondos a medio y largo plazo hacia la economía. Un propósito este último que se trataba de reforzar con la creación mediante la Orden de 27 de abril de 1979 de un coeficiente para la Banca privada que aseguraba que el 1,8 por 100 de sus pasivos se destinaría a operaciones de crédito con plazo no inferior a tres años.

### **EL PROGRAMA A MEDIO PLAZO PARA LA ECONOMIA ESPAÑOLA**

En el mes de agosto de 1979, el Programa a Medio Plazo para la Economía Española, viene a trazar un balance de situación y retomar, en el terreno financiero, el propósito liberalizador, mediante la enunciación de un conjunto de actuaciones concretas que se engarzan fundamentalmente en un doble objetivo:

- a) Potenciar las instituciones que componen el sistema crediticio, fomentando su competitividad.
- b) Impulsar el funcionamiento más adecuado del mercado de valores como la vía más sana de financiación a medio y largo plazo de las empresas, dentro de un sistema de mercado. Un impulso que debía provenir del perfeccionamiento del marco informativo de los emiso-

res, de los sistemas más convenientes de contratación y de la creación gradual de un mercado secundario de valores potente y activo.

A menos de un año de esta formulación, el esquema adjunto recoge el grado de realización de las propuestas contenidas en el PEG. Creo con toda sinceridad que no es poco lo avanzado teniendo en cuenta la dificultad de los problemas abordados y la inevitable inercia en muchos comportamientos.

### **MIRANDO AL FUTURO**

Este breve repaso de la situación actual del proceso de reforma del sistema financiero, debe completarse con una opinión sobre el camino que aún queda por recorrer.

Creo que el futuro de la reforma que en mi opinión puede señalarse como previsible, se enmarca en tres fundamentales principios:

- 1) Principio de irreversibilidad. En mi opinión el camino iniciado hacia la liberalización del sistema financiero español, es un camino sin retorno. Podrá discutirse el ritmo al cual debe avanzarse, pero la única línea de evolución coherente con el espíritu de la competencia y el sistema de mercado, es la ya trazada y por ella habrá que continuar, aunque naturalmente todo cambio institucional comporta costes y sacrificios, y lo que a veces es más difícil, necesarios cambios en la actitud de los agentes que operan en el sistema.



# CUMPLIMIENTO MEDIDAS CONTENIDAS EN EL PROGRAMA A MEDIO PLAZO

## MEDIDAS DEL PEG

### 1. Regulación de Instituciones Financieras.

- 1.1. Liberalización de entidades bancarias españolas y extranjeras.

- 1.2. Reducción coste de intermediación elevando la rentabilidad de las inversiones obligatorias.

## REALIZACIONES

- a) Orden de 27-9-79, sobre grupos promotores de entidades bancarias.
- b) Orden de 18-10-79, eliminando los Bonos de Caja de los pasivos computables a efectos de inversión obligatoria de los Bancos Industriales.
- c) Orden de 14-11-79, por la que se faculta al Banco de España para autorizar a los Bancos Industriales a rebasar el límite máximo de riesgo del 10 por 100.
- d) Desde agosto de 1979 se ha autorizado la apertura de sucursales a los siguientes Bancos extranjeros:
- Commerzbank, A. G.
  - Banque de l'Indochine et de Suez.
  - Allgemeine Bank Nederland N. V.
  - Continental Illinois National Bank.
  - Chemical Bank.
  - Banco do Brasil.
- Con estas autorizaciones el número total de Bancos extranjeros que pueden operar en nuestro país al amparo del R.D. 1.388/1978, de 23 de junio, es de 16.
- e) Diversas disposiciones que mejoran y flexibilizan las normas sobre crédito a la exportación.
- Real Decreto 2.294/1979, de 14 de septiembre. Modifica la regulación del crédito a compradores extranjeros.
  - Real Decreto 2.295/1979, de 14 de septiembre. Modifica la regulación del crédito de prefinanciación de la exportación de bienes de consumo, productos intermedios y primeras materias con pedido en firme.
  - Orden de 5 de diciembre de 1979. Modifica la regulación del crédito para la financiación del capital circulante a las empresas exportadoras.
  - Orden de 5-12-79. Modifica la regulación del crédito para la financiación del capital circulante a las empresas exportadoras.
  - Circular del Banco de España a la Banca privada número 186 en la que se establecen normas operativas respecto a diferentes figuras de crédito a la exportación.
- f) Real Decreto Ley 4/1980, de 28 de marzo, y Real Decreto 567/1980, de 28 de marzo, sobre Fondo de Garantía de Depósitos que amplía la seguridad de los depositantes y la responsabilidad de los propios Bancos en un sistema flexible y rápido de actuación.

- a) En todas las emisiones públicas realizadas desde el PEG, los tipos de interés y plazos se han acercado sustancialmente a las condiciones de mercado. En algunos casos, teniendo en cuenta la bonificación fiscal, los tipos efectivos de interés son muy ventajosos.
- b) En el presente año, por vez primera, se ha emitido Deuda Pública sin aseguramiento bancario.
- c) El tipo de interés de las cédulas para inversiones se elevó a finales del pasado ejercicio al 6,75 por 100, por Real Decreto 2.847/1979, de 21 de diciembre.



## MEDIDAS DEL PEG

1.3. Vigilancia de normas sobre operaciones activas y pasivas de las instituciones financieras.

1.4. Suspensión de la reducción del coeficiente de inversión obligatoria de la Banca privada y continuidad al ritmo de 0,10 por 100 a partir de 1-3-1980. Elevación en un punto del interés de estas operaciones.

1.5. Liberalización de instituciones no bancarias.

1.6. Financiación por el Crédito Oficial de la reconversión industrial y recurso creciente de las EOC a la financiación mediante emisiones en condiciones de mercado.

1.7. Potenciar Mercado Hipotecas.

## REALIZACIONES

Control de la Inspección del Banco de España.

Establecido por la Orden de 21-8-79.

- a) Orden de 20-12-79, por la que se regula con mayor libertad la apertura de oficinas de las Cajas de Ahorros.
- b) Orden de 5 de septiembre de 1979, por la que no se consideran computables los saldos de las Cooperativas de Crédito en la Banca a efectos de determinaciones de inversión obligatoria.
- c) Orden de 5 de septiembre de 1979, por la que se flexibiliza el coeficiente de inversión de las Cooperativas de Crédito de profesionales.
- d) Orden de 18 de diciembre de 1979, que flexibiliza el coeficiente obligatorio de las Cajas Rurales permitiendo incluir determinados créditos y participaciones en empresas.
- e) Resolución de la Dirección General de Política Financiera de 25 de marzo de 1980 sobre remisión de datos estadísticos trimestrales de las entidades de financiación.
- f) Proyecto de Orden sobre apertura de oficinas de Cooperativas de Crédito (pendiente de aparecer en el *Boletín Oficial del Estado*).

Desde agosto de 1979, el recurso de las Entidades Financieras a las emisiones ha sido:

	<i>Fecha</i>	<i>Importe</i>	<i>Interés</i>	<i>Plazo</i>
1979:				
B. Cto. Construcción ... ..	Octubre	6.000	13,00 %	3 años
1980:				
B. Hipotecario ... ..	Marzo	5.000	13,00 %	3 años
B. Cto. Construcción ... ..		6.000	13,25 %	3 años

Proyecto de Ley sobre el Mercado Hipotecario remitido por el Gobierno para su discusión al Congreso.



# CUMPLIMIENTO MEDIDAS CONTENIDAS EN EL PROGRAMA A MEDIO PLAZO

## MEDIDAS DEL PEG

## REALIZACIONES

### 2. Mercado de Valores.

#### 2.1. Reforma Reglamento Bolsa.

a) Proyecto de Real Decreto reformando el artículo 41 (condiciones de cotización calificada). Informado ya favorablemente por el Consejo Superior de Bolsas y pendiente de remisión por el Consejo de Ministros al Consejo de Estado.

b) Proyectos elaborados de Reales Decretos sobre Ofertas Públicas de Adquisición, Información y Normas de Contratación, pendientes de ser dictaminados por el Consejo Superior de Bolsas.

#### 2.2. Perfeccionamiento del Sistema de liquidaciones.

a) Orden de 6 de noviembre de 1979, por la que se compete a la Comisión Mixta del Nuevo Sistema de Liquidación para que en el plazo de tres meses eleven un informe con propuesta de perfeccionamiento.

b) Informe recibido en el mes de marzo de 1980 y en estudio por la Administración.

#### 2.3. Fórmulas asociativas de Agentes Mediadores.

Diferentes proyectos aún en proceso de elaboración.

#### 2.4. Fomento de la actividad de intermediación, para potenciar el Mercado secundario, estabilizando cambios y facilitando la liquidez con efectos reductores sobre los tipos de interés.

En el Proyecto de Real Decreto sobre el artículo 41 del Reglamento de las Bolsas, antes mencionado, está prevista la creación de Sociedades de Contrapartida en el Mercado de Renta Fija ampliable a renta variable.

#### 2.5. Regulación de operaciones a plazo.

Actualmente en estudio, tanto las fórmulas adecuadas como la determinación del momento apropiado para su implantación.

### 3. Instituciones de Inversión Colectiva.

a) Orden de 10 de diciembre de 1979, por la que se permite a las Sociedades y Fondos de Inversión invertir hasta un 20 por 100 de su patrimonio en valores extranjeros.

b) Proyecto de Ley sobre Instituciones de Inversión Colectiva, elaborado conjuntamente por los Ministerios de Economía y Hacienda. Se encuentra en etapa de revisión, para su remisión al Gobierno y a las Cortes. El Proyecto incorpora la regulación de los Fondos de Pensiones y la regulación de la apelación al ahorro del público en general.



2) Principio de acoplamiento. El sistema financiero de cualquier país consta de un conjunto variado de elementos que, en cuanto piezas de un sistema global, son interdependientes, de forma que los cambios que hayan de irse produciendo deben ir acoplados para evitar desajustes y disfuncionalidades. No es posible, por ejemplo, avanzar decididamente en la liberalización de la inversión obligatoria de las instituciones financieras, sin tratar correlativamente que el mercado de valores cumpla con una función específica dentro de un sistema económico avanzado, como tampoco lo es pretender impulsar el funcionamiento del mercado bursátil cuando se carece de un mercado monetario potente e integrado.

Esta cuestión me parece especialmente importante ya que los desajustes que a veces se producen inevitablemente en este acoplamiento de la reforma, origina ciertos efectos indeseables que se elevan, por algunos, a categorías permanentes, presentándolos como argumentos irrefutables de la necesidad de paralizar el proceso liberalizador, cuando la conclusión lógica sería la de demandarnos una acentuada aceleración del propio proceso.

Así, con frecuencia, se proyectan sobre la reforma emprendida dos graves acusaciones que, a mi juicio, son injustas: la elevación de los tipos de interés y la dificultad de financiación a medio y largo plazo de la empresa. Con independencia de factores económicos ge-

nerales como son la inflación y el bajo crecimiento que naturalmente inciden en estos problemas, creo que la única forma de paliarlos —sin recurrir al fácil expediente de los circuitos privilegiados que producen una discutible, cuando no incorrecta, asignación de recursos— es precisamente nutriendo más intensamente el tejido de las instituciones que compiten en el sistema financiero, y procurando que el mercado de valores cumpla con su típica función transformadora del ahorro hacia la inversión en condiciones adecuadas. Otra cosa es que a la vista de las dificultades que este proceso entraña y de su inherente lentitud, se adopten medidas transitorias que sin desviar sustancialmente el proceso de sus metas aspiradas, reduzca los efectos negativos de las etapas intermedias.

3) El tercer principio, fruto del anterior, el del gradualismo con que el cambio profundo debe abordarse para hacer a corto plazo compatible la reforma del sistema financiero con otros objetivos igualmente deseables de la Política Económica. Pero creo honradamente que esta filosofía del gradualismo es la contenida en el PEG y está siendo y presumiblemente será la que marque el ritmo futuro del cambio en este terreno.

### **ALGUNAS SUGERENCIAS CONCRETAS**

Sentados los principios básicos, cabe explorar el terreno de las medidas concretas que po-

drían constituir los hitos fundamentales del camino a recorrer en el futuro inmediato. Sin ánimo de hacer exhaustiva esta relación, citaré los nueve aspectos a mi juicio más relevantes y que cabría abordar en un plazo relativamente breve.

#### **1. Potenciar el mercado monetario y facilitar su conexión con el de capitales**

En mi opinión, pese a ser un objetivo no siempre manifestado cuando se hace referencia a la reforma del sistema financiero, constituye una pieza clave de cara a la continuidad real del futuro de la liberalización financiera. Y lo creo así porque es el único camino, tal como la experiencia de otros países avanzados nos demuestra, para generar un tipo de interés representativo de las tensiones financieras del sistema que permitiría, más allá de tipos fijados en forma discrecional o autoritaria, disponer de un término de referencia con relación al cual fijar las condiciones de las operaciones a medio y largo plazo de forma flexible y estable. No es sencillo fijar con estricta precisión todas las acciones que deban conducir a ese necesario robustecimiento del mercado monetario. Sin embargo, algunas líneas parecen destacarse con toda claridad en este terreno, que pasarían por la generación por parte del sector público de activos financieros a corto plazo susceptibles de ser atractivo para el ahorrador privado, por la ampliación del actual mercado de Bonos del Tesoro y del Interbancario autorizando el acceso a los mismos de otras instituciones financieras e incluso de suscriptores



no financieros bajo ciertos límites y condiciones.

Naturalmente, que este proceso entraña, como necesario complemento, una adecuada programación y calendario de la liberalización de los tipos de interés de operaciones activas y pasivas de forma que no cree sobresaltos ni traumas a las entidades financieras ni al público en general.

De otra parte, es conveniente propiciar la conexión adecuada entre el mercado de dinero y de capitales, para lo cual parece el camino adecuado la instauración paulatina —y en modalidades actualizadas— del mercado a plazo en las Bolsas.

## **2. La continuidad reforzada en el proceso de reducción de la canalización obligatoria de fondos por parte de las instituciones financieras**

Esta segunda línea no requiere especial explicación, toda vez que es el aspecto más visible de la liberalización y por el que claman insistentemente las diferentes instituciones financieras. Es sin embargo importante resaltar que este proceso de reducción no se defiende únicamente como la expresión de la libertad de las entidades de canalizar los recursos propios y ajenos que reciben hacia las ocupaciones más rentables y eficientes. Es también una libertad que se espera, en buena lógica, repercuta en una reducción de los tipos de interés en las operaciones libres que las instituciones financieras realizan, al no precisar compensar otros de baja renta-

bilidad que se ven forzadas a hacer por imperativo legal. Sin embargo parece claro que de nada serviría ese esfuerzo sin una política de acompañamiento, encaminada a reforzar la competencia entre las propias entidades financieras a la que luego se harán referencia, pues en este caso se trataría únicamente de lograr un efecto redistributivo discutible al trasladar los beneficios de una financiación barata para ciertos sectores, hacia las cuentas de resultados de las entidades financieras.

## **3. Desplazar la atención, en los fondos que deban canalizarse hacia inversiones obligatorias por las entidades financieras desde la rentabilidad al plazo**

Parece claro que la reforma del sistema financiero no puede instrumentarse en un instante. Requiere tiempo y debe abordarse, como antes se ha indicado, bajo el principio del gradualismo.

Esto implica necesariamente —y así estaba admitido desde sus comienzos— la pervivencia de unos circuitos privilegiados de financiación que no pueden ser automáticamente suprimidos sin generar graves problemas en sectores considerados como prioritarios.

Si cabe, sin embargo, un desplazamiento de atención desde las condiciones de tipos de interés limitados que generan importantes distorsiones desde el punto de vista de la asignación de los recursos, hacia el mantenimiento de unas determinadas

condiciones de plazos adecuados en la canalización de tales fondos.

Dada la escasez relativa de fondos prestables, asegurar una financiación preferente aunque sea en condiciones de interés de mercado o próximas a ellas, es suficiente privilegio. En este sentido la iniciativa adoptada en abril de 1979 de establecer un coeficiente del 1,8 de los pasivos para la Banca, que deben materializarse en operaciones de plazo medio no inferior a tres años, a la que ya se ha hecho referencia, parece un camino adecuado, teniendo en cuenta que en estas operaciones el interés es libre y no merma, por tanto, una normal rentabilidad bancaria.

## **4. La paridad de trato entre las instituciones que componen el sistema financiero**

Parece lógico que una línea que es preciso recorrer hasta el final, si se pretende fomentar la competencia viable entre las entidades financieras, sea colocarlas en igual situación desde el punto de vista de la rentabilidad a que deben renunciar como consecuencia del mantenimiento de coeficientes de inversión obligatoria. Este proceso es obvio que debe alcanzarse paulatinamente teniendo presente que, por razones históricas, la diferencia existente es lo suficientemente importante para que no pueda ser eliminada radicalmente, sin generar serias tensiones en la financiación de la economía.

Una mención especial merece en este terreno la situación de las Cajas de Ahorro. En mi opi-



nión el camino recomendable para estas instituciones sería refundir sus actuales coeficientes de Fondos Públicos y de Préstamos y Créditos de Regulación Especial, en un único coeficiente de inversión obligatoria, cuyo contenido sería análogo al existente para la Banca y cuyo nivel relativo también debería respetar esta paridad —en términos de rentabilidad—, con la lógica matización de que en la medida en que la Banca privada deba suscribir obligatoriamente Cédulas para Inversiones con una proporción que más que cuadruplica a la de las Cajas, éstas tendrán margen para tomar en mayor proporción otros activos de los que hoy integran su coeficiente de fondos públicos y cuya rentabilidad efectiva actual, dista mucho de poderse considerar baja.

Este tratamiento paritario entre Cajas y Bancos debería acompañarse con la medida de liberalizar el resto de lo que hoy constituye inversión obligatoria de las Cajas, a condición de que su canalización respete unas ciertas condiciones. Particularmente, ser a largo plazo, materializarse en un ámbito regional y destinarse esencialmente a financiar a pequeñas y medianas empresas. Más aún, una parte de esos fondos liberados cabría dirigirlos a sectores prioritarios desde el punto de vista de la generación de empleo —tal como la construcción de viviendas, un sector tan cultivado por las Cajas—, tomando ciertas precauciones de que su tipo de interés, que podría ser variable, guardara relación con algún parámetro estable —no fijo— del sistema financiero, para no infringir a las Cajas pérdidas de rentabilidad y asegurar al mismo tiempo a los destinatarios de estos fondos

unas condiciones objetivas y razonables en relación con la situación del mercado en cada momento.

### **5. Estimular la creación de nuevos intermediarios y potenciar los existentes**

Como lógico complemento a otros aspectos de la liberalización del sistema financiero a que ya se ha hecho referencia, considero necesario la creación de nuevos intermediarios tanto en el sistema crediticio como en el mercado de valores. Es preciso en este sentido proseguir con la ampliación de la nómina de bancos extranjeros que pueden operar en nuestro país, así como consolidar el desarrollo de otras instituciones cuya normativa ha sido ya dictada y que van progresivamente tomando cuerpo en nuestra realidad financiera.

En este terreno pienso que es también importante adoptar algunas decisiones respecto a la potenciación y racionalización de las Entidades Oficiales de Crédito así como diseñar su adecuada relación con otras entidades bancarias cuyo control se encuentra, o pueda encontrarse en el futuro, en manos del poder público.

En todo caso parece claro que las instituciones financieras deben buscar la mayor eficacia en su gestión, resolviendo el binomio desarrollo-rentabilidad en términos de eficiencia, abandonando viejas prácticas que han llevado, por razones de imagen y prestigio mal entendido, a una expansión indebida de ciertas instituciones financieras.

### **6. Prestar particular atención a la financiación de la pequeña y mediana empresa**

Es un hecho evidente y no únicamente en nuestro país, las especiales dificultades que las pequeñas y medianas empresas tienen para obtener una financiación adecuadas por razones de dimensión y de garantía.

En este sentido parece claro que avanzar, hasta sus últimas consecuencias, en la actuación de las incipientes Sociedades de garantías recíprocas, es un camino que se presenta como fértil y aún escasamente explorado. Una línea que en 1980 ha recibido el apoyo presupuestario que supone la autorización al Tesoro para conceder segundo aval a ciertas operaciones de créditos concertados por dichas Sociedades, y cuya instrumentación concreta es inminente.

Por otra parte otro camino complementario en este terreno se ofrece por la vía de otorgar un marco jurídico financiero y fiscal a las Sociedades cuyo objeto sea la promoción de empresas como un medio de estimular la gestión creadora y formativa de una clase empresarial de la que nuestro país está tan necesitado.

### **7. Desarrollar la Ley del Mercado Hipotecario, tan pronto ésta sea aprobada por las Cortes**

Los mecanismos previstos en el Proyecto de Ley como formas de movilizar las carteras de crédito hipotecario de las entidades



financieras, pienso pueden constituir medios idóneos de financiación con el doble efecto de canalizar fondos en forma continuada hacia actividades generadoras de empleo, a la vez que estimulan el desarrollo de un mercado interesante de títulos de renta fija.

Por otra parte, la Ley prevé la creación de una nueva figura de entidad financiera especializada —las sociedades de crédito hipotecario—, cuyo peso en el sistema financiero puede ser estimable cuando los efectos de la nueva Ley —una vez aprobada— se dejen sentir en la realidad social.

### **8. Impulsar un mercado primario y secundario importante de renta fija**

En un mundo económico marcado por el riesgo y la incertidumbre, parece bastante clara la tendencia generalizada hacia la pérdida de importancia relativa del mercado de valores de renta variable.

Las empresas e instituciones vuelven la vista hacia los títulos de renta fija como una vía adecuada de allegar los necesarios fondos para su financiación a medio y largo plazo.

En España esta tendencia general también se manifiesta y creo que sería conveniente colaborar a la creación de un mercado potente de renta fija, hoy prácticamente inexistente debido, por una parte, al predominio de las emisiones públicas en el mercado primario y a la tradicional inexistencia práctica de un mercado secundario como consecuencia de la absorción de valores por parte del ahorro ins-

titucional dentro de los coeficientes obligatorios de las Cajas de Ahorros y de las Compañías de Seguros.

En ambos terrenos creo que la política financiera puede colaborar ampliamente en el futuro próximo. De una parte —en lo que al mercado primario se refiere— estimulando la emisión de valores de renta fija en condiciones competitivas. En este sentido creo que la disminución del coeficiente de Fondos Públicos de las Cajas forzará naturalmente a los grandes emisores con acceso a este circuito privilegiado a salir al mercado en condiciones aptas para el público en general. Podría apoyarse este proceso condicionando la propia admisión de los valores que hoy tienen cabida en los coeficientes, al esfuerzo realizado por colocar en el mercado libre una fracción determinada de sus emisiones.

Por otra parte y por lo que a la creación de un mercado secundario activo se refiere, parece lógico exigir de los emisores una cierta atención a la liquidez de sus propios valores. En este sentido un Proyecto de Real Decreto que ya ha sido favorablemente informado por el Consejo Superior de Bolsas, prevé la creación de sociedades de contrapartida que se ocupen de atender el mercado secundario al menos en aquellos valores que pretenden obtener la cotización calificada y beneficiarse de las ventajas que les otorga la calificación.

### **9. Avanzar en la reforma institucional del Mercado de Valores**

En el terreno del mercado de valores debe proseguirse en el

proceso de modificación institucional que está proyectado. Las medidas concretas en este ámbito, deberían ser:

- a) Establecimiento de nuevas normas para la concesión de cotización calificada de valores, a las que ya se ha hecho referencia.
- b) Regular las exigencias de información a los emisores de valores, completando lo establecido en el Real Decreto 1.851/78, de 10 de julio, y la Orden de 27 de noviembre de 1978, para los títulos de renta fija.
- c) Normas sobre las ofertas públicas de adquisición de valores.
- d) Mejorar la transparencia del mercado regulando los órdenes de compra y venta de valores.
- e) Homogeneizar las reglas de funcionamiento del mercado bursátil.
- f) Establecer las reglas generales para regular las asociaciones entre agentes mediadores.
- g) Presentar a las Cortes un Proyecto de Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que contemple una regulación más actualizada de los Fondos y Sociedades de Inversión mobiliaria y sienta las bases de los Fondos de Pensiones como figuras que pueden jugar un papel clave en el futuro bursátil.
- h) Revisar los actuales beneficios fiscales al mercado de valores, de forma que sin perder la acción estimulante que los mismos puedan tener, se diseñen de forma que no generen distorsiones en los mercados financieros.



## CONCLUSIONES

El breve repaso que las páginas anteriores ofrecen sobre la situación del proceso de reforma del sistema financiero, sus principios y una posible línea de su evolución futura, permite extraer tres conclusiones importantes a mi juicio.

- 1.<sup>a</sup> En la medida en que la aproximación de nuestro sistema económico a los rasgos característicos de una economía de mercado, continúe siendo un principio sustancial de la Política Económica, la reforma iniciada en el sistema financiero ha de proseguir necesariamente el camino trazado.
- 2.<sup>a</sup> Pese al derrotismo de algunos y la manifiesta intencionalidad de otros, lo ya avanzado en la vía de la reforma es sustancial. Es preciso, sin embargo, que las normas adoptadas vayan tomando entidad en la realidad social y en el comportamiento de los agentes que intervienen en el sistema financiero, puesto que como reiteradamente se ha afirmado la reforma no es exclusivamente fruto de normas que aparecen en el *Boletín Oficial del Estado*. Es algo mucho más profundo que reclama cambios en la actitud y en la conducta real de los sujetos.
- 3.<sup>a</sup> Las vías de avance futuro no parecen ofrecer especiales dificultades en su diseño y contenido. El problema es más bien de calendario y coordinación

que debe ser obviamente diseñado en función de todas las variables integradas en el marco de una política global.