

liberalización de los pasivos, pues de otro modo se distorsionarían notablemente los costes financieros con grave perjuicio para las actividades productivas.

NOTAS

(1) Vid. Las opiniones que sobre este tema se contienen en el número 3 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(2) Vid. L. GAMIR, *Política Económica de España*. Tomo I, pág. 319 (Edic. Alianza Universidad. Madrid, 1980).

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

Francisco Javier RAMOS GASCON

EL presente trabajo tiene su origen fundamentalmente en una comunicación que presenté con ocasión de la Mesa Redonda sobre la Economía de Mercado y los Problemas Económicos Españoles, que tuvo lugar el pasado mes de diciembre bajo la dirección del profesor Fuentes Quintana, una de cuyas sesiones se dedicó al tema «La liberalización del sistema financiero».

Se trata, pues, como su título trata de expresar, de un conjunto de reflexiones personales suscitadas por la brillante ponencia que en aquella sesión presentó Juan José Toribio y las distintas comunicaciones y coloquio subsiguientes.

Entre ellas, y en unos momentos en los que está de obligada actualidad todo lo que atañe a la reforma del sistema financiero, me parece oportuno destacar sobre todo los siguientes puntos, que se refieren a determinados problemas concretos que, a mi entender, deben ser objeto de consideración al realizar un análisis de la situación

presente de nuestro sistema financiero y de sus posibilidades de evolución en un futuro próximo para mejorar su eficacia al servicio de la economía española.

1.º Influjo de la inflación sobre los problemas actuales del sistema financiero

Algunas de las más graves dificultades con las que en la actualidad se enfrenta nuestro sistema financiero tienen su origen fuera del ámbito estricto del mismo y son, por tanto, al menos en parte, reflejo de problemas que o son ajenos a él o tienen un alcance mucho más amplio y que, consiguientemente, requieren, para su intento de solución, la aplicación de medidas de alcance mucho más general. No cabe, pues, respecto de tales problemas, confiar sólo en actuaciones de carácter específico, aunque algunas de ellas puedan tener por sí mismas cierta eficacia o puedan servir como paliativo de las

consecuencias de aquéllos en el campo financiero.

Así, al estudiar la situación actual, es importante, a mi juicio, tener presente la gran influencia distorsionante que la fuerte inflación sufrida por la economía española está teniendo sobre el comportamiento del sistema financiero. Influencia que se manifiesta particularmente en: la generación de incertidumbres (tanto por el lado de los demandantes como por el de los oferentes de fondos); las consecuencias que esas incertidumbres provocan respecto del acortamiento de los plazos de colocación de los recursos y de prestación de éstos; y, asimismo, el alto nivel nominal de los tipos de interés del sistema, que acaban siempre por determinarse en función de las tasas de inflación, con independencia de toda clase de planteamientos más o menos voluntaristas, empeñados, a veces, con poco éxito, en remar contra corriente.

La operatoria con tipos de interés variables podría ser un factor importante de atenuación de las incertidumbres o, mejor dicho, de limitación de sus efectos sobre los plazos imperantes en nuestro sistema, que han venido reduciéndose continua y progresivamente. Esto ha originado dificultades para los demandantes de fondos, cuya estructura financiera, que por lo general era de siempre bastante endeble, se ha deteriorado de modo considerable. Pero, de manera análoga, ha inducido —y ello está creando un auténtico hábito en los ahorradores— a no efectuar colocaciones más que a plazos cada vez más cortos.

Desde este punto de vista, la variabilidad de los tipos de inte-

rés debería completarse con algunas otras actuaciones susceptibles de producir efectos del mismo signo, además de contribuir a rectificar esa tendencia a las colocaciones a corto plazo que, aunque tenga hoy una lógica innegable, no puede considerarse sino como perniciosa.

Creo, asimismo, que sería preciso reforzar el juego de los mecanismos temporales de transformación de recursos, potenciando para ello los mercados financieros y ampliando su gama de instrumentos, con el fin de compatibilizar el deseo de liquidez de los colocadores con una mayor estabilidad de los fondos colocados, y para descargar, al propio tiempo, a los receptores de fondos o emisores activos financieros del peso que supone la provisión de liquidez por vías puramente bilaterales. Un ejemplo de que existe campo para ello lo constituye la reciente implantación del mercado bursátil de letras de cambio, si bien en este caso se trata de activos que generalmente son de por sí a relativamente corto plazo, al no rebasar el de un año.

2.º La caída del volumen de ahorro

Pero entre los diferentes problemas extrínsecos, cuyos efectos padece el sistema financiero, junto con el de la inflación del que sí se habla con frecuencia y se reconoce como tal, existe otro, también muy grave, del que quizá no exista suficiente conciencia.

Se trata de la profunda caída de los volúmenes de ahorro privado que, de continuar en la tónica registrada en los últimos

tiempos, y que las estadísticas reflejan sin lugar a dudas, podría llevar al sistema financiero a operar casi en vacío, pues en definitiva es el ahorro el elemento del que aquél tiene que nutrirse.

El restablecimiento de unos niveles de ahorro que puedan considerarse como «normales» requiere, desde luego, el ofrecimiento de fórmulas aceptablemente atractivas y diversificadas para dar satisfacción a las conveniencias o los deseos de las diferentes categorías de ahorradores potenciales, pero exige también el despliegue de una serie de actuaciones, que han de ser llevadas a cabo con independencia de lo que quiera o pueda hacerse en el marco de lo que ordinariamente se entiende por reforma financiera.

No puede olvidarse que en la actualidad existe un clima general poco propicio para el ahorro, debido a una multiplicidad de causas concurrentes: pautas modernas de comportamiento social; desarrollo de hábitos financieros que hacen menos perceptible en el orden individual el sacrificio económico derivado de las decisiones de consumo o que, incluso, permiten la anticipación de éste; ampliación de los sistemas de seguridad social y creación de una conciencia que induce a transferir a la comunidad la tarea de la previsión y la seguridad que antes eran elementos básicos en las motivaciones del ahorro familiar; la inflación, que deja poco margen disponible para el ahorro, y que erige en conducta lógica desde el punto de vista económico la realización lo más inmediata posible de los actos de consumo; el inadecuado tratamiento retributivo del ahorro, que en muchos casos es negativo en tér-

minos reales, en tanto que es gravado fiscalmente en sus puros términos nominales, etc.

Todo este conjunto de factores —algunos de los cuales son inevitables y otros hasta deseables en sí mismos— debe tratar de ser contrarrestado con una acción política definida y enérgica de promoción y protección del ahorro, si se quiere que el sistema financiero pueda verse debidamente alimentado en su funcionamiento y pueda cumplir con las tareas que se le asignan.

3.º Necesidad de disciplinar la actuación de los «factores autónomos» y en particular el comportamiento financiero del sector público

La nueva regulación de los órganos de gobierno del Banco de España, contenida en la Ley de 21 de junio de 1980 a la par que trata de reforzar la independencia del Banco, le asigna la función de salvaguardar el valor del dinero.

Independientemente de cualquier juicio respecto del grado de viabilidad que, desde el punto de vista político, pueda tener una interpretación ambiciosa y amplia del principio de autonomía del Banco emisor, lo que me parece claro es que de ningún modo la política monetaria, cuya ejecución debe ser en todo caso competencia suya, puede aceptar, con resignado fatalismo, su atadura a unos factores llamados «autónomos» que, desde luego, no lo son para quien contemple la política económica en su conjunto, ni mucho menos para quien tenga la

responsabilidad respecto de la misma. La utilización tan reiterada de la propia expresión presenta el riesgo de crear la falsa imagen de que bajo ella se encubren fenómenos externos que vienen dados, de la misma manera que si se tratase de accidentes naturales imprevisibles o, cuando menos, inevitables.

Aunque sus posibilidades operativas se han visto ampliadas desde la entrada en vigor de la reciente regulación citada, probablemente la lucha en solitario contra un comportamiento indeseable de los «factores autónomos» exceda de lo que, en el orden práctico, se pueda exigir del Banco de España. En todo caso, sin embargo, siempre le cabe jugar un papel importante al respecto, incluso por encima de sus meras funciones de «persuasión moral», clásicamente atribuidas, como mínimo, a los Bancos centrales.

4.º Disciplina de la política de Deuda Pública

Es este un tema que guarda sin duda relación con el abordado en el apartado precedente.

La emisión de Deuda en condiciones de mercado es probablemente el procedimiento menos malo de financiación del déficit público y la elección de este camino implica un esfuerzo por parte de las autoridades fiscales que no debe dejarse de reconocer, sobre todo teniendo en cuenta que ha supuesto —quizá en los momentos en los cuales las necesidades de apelación a este recurso iban a ser de cualquier manera más elevadas— el abandono de prácticas anteriores, mucho más cómodas. Haber desechado la tenta-

ción, que seguramente no habrá dejado de presentarse, de volver de una u otra forma (pues caminos puede haber muchos) a los sistemas de antaño, es algo que hay que valorar como positivo.

Sin embargo, la buena conciencia que del procedimiento elegido pueda derivarse no debe hacer perder de vista las implicaciones que de la emisión masiva de Deuda se desprenden, ni las limitaciones técnicas que el mercado tiene para absorberla.

Por otra parte, la competencia que entraña para las emisiones privadas se ha reforzado por la discriminación en el tratamiento fiscal que, por razones diversas, y, desde luego, por una obvia razón psicológica, lleva consigo un claro elemento de desigualdad en el ejercicio de esa competencia. Piénsese que, desde este último punto de vista, no se trata sólo de un factor de aumento de la rentabilidad, que pudiera entenderse compensado por una relativa moderación de los tipos de interés ofrecidos, puesto que, incluso a igualdad de tasas efectivas de rentabilidad habida cuenta de la desgravación, el público tiene una propensión marcada por el disfrute inmediato de una deducción fiscal lo más alta posible. En otras palabras, el inversor que actúa incitado por la deducción por inversión en valores preferirá siempre la colocación que le brinde una deducción porcentualmente más alta con ocasión de la próxima declaración del Impuesto sobre la Renta que haya de efectuar, que es lo que tiene en su horizonte y lo que contempla a la hora de tomar decisiones, aunque ello lleve consigo una menor rentabilidad

en el conjunto de la operación que la que pueda proporcionarle otra inversión alternativa.

Finalmente, no quiero dejar de comentar un extremo que puede parecer secundario y quizá lo sea, pero al que personalmente atribuyo una cierta importancia como es el de la «agresividad» de fondo y forma con que últimamente se ha planteado la publicidad de las emisiones de Deuda, cuestión ésta que, sobre todo por razones de ejemplaridad, debería cuidarse en un campo, siempre potencialmente delicado, como es el de la publicidad financiera.

5.º Apertura al exterior de nuestro sistema financiero

Debido a las regulaciones sobre control de cambios y a otros elementos limitativos que se contienen en nuestra ordenación financiera, la integración operativa de las instituciones financieras españolas con las del resto del mundo se halla rezagada con respecto al grado de integración alcanzado en las transacciones económicas de carácter real. Ello es consecuencia de que, a partir del Plan de Estabilización de 1959, se avanzó mucho más en la liberalización comercial que en la de las transacciones de tipo financiero, que hasta hace poco estaba limitada en la práctica a un solo aspecto —importante sin duda, pero parcial por esencia—, que fue el relativo a la importación de capitales.

Por otra parte, las perspectivas de integración de España en la Comunidad Económica Europea requieren plantear desde ahora una aproximación a las exigencias que a este res-

pecto se han de derivar de ella. Cuestión ésta que entiendo más importante que la de tratar de lograr una homologación formal en el orden institucional, pues, de hecho, puede observarse incluso una gran diversidad en este orden entre los distintos países que componen la Comunidad.

6.º Reforma bursátil

En fechas recientes se han publicado diversas disposiciones que afectan a aspectos importantes del mercado de valores y que van encaminadas a reforzar la transparencia del mercado y a mejorar consecuentemente su operatoria. En especial, cabe destacar la regulación de la información financiera —que debe permitir una mayor claridad, fiabilidad y frecuencia de las informaciones relevantes para la adopción de decisiones y que debe conducir, por tanto, a una más rápida incorporación de los nuevos datos al proceso de formación de los cambios— y el Real Decreto sobre aplicaciones y órdenes, inspirado básicamente en el principio (esencial en todo mercado) de la confrontación libre en el seno del mismo de las corrientes íntegras de oferta y de demanda.

Sin embargo, de entre las diversas acciones a emprender dentro de este campo, hay dos que se hallan pendientes (aunque fueron incluidas en el P.E.G., que en este punto presentaba una enumeración suficientemente comprensiva de los problemas a afrontar a este respecto), que considero de particular interés y a las que, por tanto, me voy a referir de manera especial.

En primer lugar, la reintroducción del mercado a plazo me parece una necesidad ineludible, cualquiera que sea la modalidad técnica que pueda elegirse de entre las varias que pueden ser objeto de consideración.

No existe en la actualidad ningún sistema bursátil mínimamente desarrollado que no contenga algún mecanismo que cumpla las funciones de permitir la toma de posiciones respecto del futuro, de conectar el funcionamiento del mercado de capitales con el de dinero (en mayor o menor medida, según el alcance y dimensión que éste tenga) y de introducir el crédito en el mercado de valores.

Estos tipos de mecanismos responden a la finalidad de ensanchar el mercado y sus posibilidades funcionales, de dar cauce a la especulación —que de otra forma tiende a difundirse a toda la operativa del mercado— y de contribuir a suavizar las oscilaciones de los cambios.

Creo personalmente que en los momentos presentes, con un mercado de dinero embrionario, la alternativa preferible no sería ni la tradicional, ni la consistente en esquemas inspirados en el modelo norteamericano, sino alguna que permitiera la liquidación diferida, en términos parecidos al sistema de próxima implantación en la Bolsa de París. Pero, desde luego, lo importante es dotar pronto a nuestro mercado de valores de este instrumento complementario de la contratación al contado. Hasta cierto punto, la elección del procedimiento es algo secundario, siempre, claro está, que el escogido se monte y articule de manera coherente.

Por otra parte, es preciso reconsiderar en algunos aspectos la fiscalidad de inversión mobiliaria. He dicho en otras ocasiones que este tema resulta ingrato de tratar porque, en todo lo que afecta a las consecuencias de las reformas tributarias que se introdujeron en 1977 y 1978, se ha propendido a lanzar una tacha de «contrarreformismo» sobre quien osara manifestar una opinión crítica, aunque fuera referida a puntos concretos, o incluso sobre quien se limitara a señalar algunos de los problemas suscitados por su aplicación.

Pienso que se dispone hoy de suficiente serenidad y de suficiente perspectiva para poder señalar algunos defectos técnicos que, a mi juicio, se dan indudablemente en el tratamiento de rendimientos y plusvalías, así como para poder poner de relieve la gran complejidad que la ordenación vigente supone y el enorme cúmulo de incertidumbres que genera respecto de la adopción de decisiones de inversión, desinversión o modificación de la composición de carteras, a muchas de las cuales yo confieso que soy incapaz de responder, cuando me enfrento con consultas que se me hacen en el ejercicio de mi actividad profesional presente.

La aplicación a la inversión mobiliaria del reconocimiento de los efectos de la inflación que, con mayor o menor extensión, se hace para otras colocaciones del ahorro, la simplificación y clarificación de la normativa, y la admisión del principio de la reinversión, me parecen sencillamente imprescindibles, si queremos tener un mercado de valores que sirva de instrumento al ciudadano medio para la colocación de sus ahorros y que

funcione por motivaciones distintas de las estrictamente fiscales que son las que ahora, por necesidad, condicionan de manera casi absoluta sus movimientos.

7.º Oportunidad de proseguir el proceso de liberalización del sistema financiero

Una serie de raíces históricas determinaron una configuración del sistema financiero español poco flexible y sujeta a un grado considerable de intervencionismo. Entre ellas jugó un papel destacado la tendencia casi permanente al déficit público —problema que, como hemos visto, no puede darse por resuelto—, que indujo a una política de Deuda que influenció fuertemente a todo el sistema financiero. De manera análoga, la estructura de la imposición directa, hasta las reformas fiscales de 1977-1978, conducía a una doble imposición de las actividades financieras que requería para su eliminación (imprescindible para la viabilidad de tales actividades) el establecimiento de regímenes «ad hoc», reguladores, por lo general, a la vez del tratamiento tributario y del régimen jurídico y financiero de las distintas instituciones.

A partir de las medidas preparatorias del Plan de Estabilización de 1959 se fueron dando pasos, con bastante lentitud al principio, en un sentido liberalizador. Los hitos principales de este proceso en los tiempos más recientes son las disposiciones de agosto de 1974, las citadas en el verano y otoño de 1977 en el marco del plan de saneamiento y como consecuencia de los llamados Pactos de

la Moncloa y el Real Decreto de 16 y Ordenes Ministeriales de 17 de enero último.

Mirando al futuro quedarán bastantes cosas por hacer, pero, desde luego, no puede hoy decirse que se parta de cero.

La conveniencia de avanzar por la vía de la liberalización no debe, sin embargo, conducir a planteamientos precipitados ni doctrinarios, sino que debe hacerse siempre con sentido de la realidad, de la situación de que se parte y previa una evaluación de las consecuencias prácticas de las medidas que se contemplan y de sus posibles alternativas.

Me atrevo a introducir en este punto una matización adicional, que consiste en la necesidad de acomodar la liberalización del sector financiero a la del sector real de la economía. No significa esto, sin embargo, que, necesariamente y en todos los supuestos, el avance en ambos terrenos haya de ser simultáneo. Cuando hablo de «acomodar» quiero decir que, a mi juicio, no sería oportuno diseñar la estrategia de la liberalización financiera haciendo abstracción de la situación de la economía real y de las limitaciones que posiciones de hecho, especiales relaciones que se dan en este campo, residuos de una anterior política intervencionista (que aún perduran en mayor medida de lo que a veces se piensa), etc., pueden imponer y que son susceptibles de afectar incluso a la consecución de los objetivos pretendidos por la liberalización.

Todo este conjunto de circunstancias debe tenerse, en todo caso, presente y debe evaluarse con realismo a la hora de definir criterios de actuación.

En unos supuestos la conclusión habrá de ser la de que sólo si se avanza previa o paralelamente en la liberalización del sector real, puede tener sentido alguna modificación concreta en el sector financiero; en otros, por el contrario, la liberalización financiera podrá emplearse como punta de lanza para conseguir avances en el campo real.

Existe también un aspecto, que creo que es preciso comentar, en relación con la política liberalizadora y que atañe a los frecuentes equívocos que se producen en torno al significado del término liberalización.

Se tiende en ocasiones a tratar de ignorar que el establecimiento de una disciplina de actuación y de unas reglas de juego no puede tacharse de intervencionismo, sino que se trata, en el fondo, de todo lo contrario. De manera análoga, aunque a la inversa, medidas que supongan la ruptura o relajamiento del mercado o que enturbien las reglas de juego, no pueden presentarse como conquistas liberalizadoras. Soy consciente de que, en la práctica, puede no ser sencillo en algunos casos trazar la línea divisoria entre lo que pueda considerarse una ordenación encaminada a permitir o a asegurar un juego más libre de los mecanismos de mercado y lo que implique una limitación a la libertad operativa, así como de que, a veces, una misma norma dictada en materia financiera contiene de hecho, de modo contradictorio, aspectos de uno y otro signo. Pero entiendo que debe exigirse claridad de juicio en el terreno de los principios y que incluso puede ofrecerse una guía pragmática para intentar distinguir una cosa de otra, consistente en el análisis de los

efectos que, de hecho, han de producir razonablemente las medidas concretas de que se trate, cualquiera que sea la apariencia que éstas revistan. Así, una regulación adecuada de la información o la publicidad financiera no debe ser conceptuada como un paso atrás en la libertad del sistema. Por el contrario, un impulso por vía legislativa al abandono de la confrontación en el mercado de las corrientes de oferta y demanda de unos determinados activos financieros y la consiguiente incitación a llenar el vacío a base de una relación bilateral entre tenedor y entidad emisora, en posiciones de marcada desigualdad y privada de transparencia, no debe reputarse en absoluto como un paso hacia adelante. Y estoy aludiendo, al decir esto último, a la regulación del llamado mercado hipotecario.

* * *

Consideraciones como las que anteceden no deben de ninguna manera llevar a la conclusión ni de la inconveniencia ni de la esterilidad de la tarea de liberalización y perfeccionamiento de los mecanismos e instituciones del sistema financiero.

Ahora bien, me parece oportuno hacer al respecto dos advertencias finales acerca de ciertos riesgos que esa tarea puede llevar consigo. El de anestesiar a la opinión pública acerca de otros problemas graves, que no se solucionarán sólo mediante modificaciones institucionales, por más que a veces se quiera presentar a éstas como una panacea. Y el de que el consumo de energías de una dinámica reformista, siempre ardua y esforzada, pueda provocar en los responsables de las decisiones políticas y en la Adminis-

tración que ha de instrumentarlas, *mutatis mutandis*, una sensación análoga a la que Marañón atribuía a la derivada del esfuerzo del joven deportista.

«El joven... que siente la voluptuosidad del cansancio físico satisfecho —dice— tiene una suerte de sensación del deber cumplido» y añade: «Y este equívoco es aún más llamativo y pernicioso cuando se compara el ruidoso triunfo del depor-

tista con el rendimiento cotidiano y gris de la labor provechosa. Es más que difícil no preferir, por todo ello, el esfuerzo brillante y teatral del deporte al esfuerzo callado y heroico del trabajo» (*).

NOTA

(*) GREGORIO MARAÑÓN, «Psicología del gesto», en *Ensayos liberales* (6.ª edición, Espasa-Calpe, Madrid, 1966), pág. 85.

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA LIBERALIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Emilio ZURUTUZA REIGOSA

LA liberalización del sistema financiero se ha convertido en los últimos meses en comentario económico de interés preferente. No se trata de una novedad, como pudiera parecer por la frecuencia con que se plantea el tema, sino que conviene recordar que es un proyecto antiguo. La liberalización del sistema financiero español sigue apareciendo cuando se trata de hacer un recuento de las reformas que se presuponen aún por realizar en nuestro mundo socioeconómico. Quizá hoy este planteamiento de reforma financiera profunda tenga que ser depurado de algunos tópicos no contrastables.

El problema que nos ocupa es evidentemente complejo ya que, por una parte, no puede

abordarse con congruencia la liberalización del sistema financiero si al mismo tiempo no se encuadra dentro de una liberalización generalizada de todo el sistema económico y, por otra, el término mismo «liberalización» no suele utilizarse de forma precisa.

Los motivos de vaguedad implícitos en el mismo hacen que la mera definición tenga ya una formulación difícil. De hecho se abarcan campos variados, interrelacionados entre sí. Por ejemplo, al referirnos al sistema financiero, tendríamos que hablar de la supresión del conjunto de restricciones existentes en el mismo. Así, la libertad de establecimiento de instituciones bancarias o parabancarias, las libertades de localización, de