

EL FUTURO DE LA LIBERALIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO

Analizar los efectos específicos del proceso liberalizador del sistema financiero sobre la economía española, estudiar la forma en que el proceso ha afectado a los mecanismos de funcionamiento del sistema y a sus manifestaciones externas más significativas, para terminar apuntando las previsible tendencias del proceso de liberalización y las dificultades con que ha de enfrentarse, constituyen los puntos esenciales que trata en este artículo

Pedro Toledo Ugarte.

INTRODUCCION

AL filo de la década de los setenta, la economía española se encontraba aún encorsetada por un sistema financiero arcaico, hiperregulado y decididamente incompatible con los requerimientos de un desarrollo equilibrado y sólidamente enraizado. Parecía, pues, inevitable el levantamiento de gran parte de la reglamentación que sobre él pesaba. Así lo entendieron quienes, en los primeros años de la mencionada década, iniciaron un proceso de apertura.

Sin embargo, no fue hasta 1977 cuando, paralelamente al proceso de transición política, el Gobierno salido de las primeras elecciones democráticas inició con decisión el proceso de liberalización que estaba reclamando imperativamente el sistema financiero español. Se produce a partir de aquel momento una cascada de actuaciones de corte desregularizador, impulsadas en su comienzo por el Vicepresidente del Gobierno y Ministro de Economía, Enrique Fuentes Quintana, y que afectaban fundamental-

mente al sistema crediticio (libertad de tipos de interés, entrada de la banca extranjera, supresión de la limitación de dividendos, entre otras), aunque sin olvidar aquellos otros ámbitos tales como el mercado monetario o el de capitales, de indudable importancia para el correcto funcionamiento del sistema en su conjunto.

Pues bien, a la altura de 1983 puede decirse que ha culminado, al menos por el momento, un proceso de liberalización que, como bien señalaba en una reciente conferencia Mariano Rubio, Subgobernador del Banco de España —institución que ha jugado un papel clave en el mismo— no ha sido fácil y ha encontrado resistencias de todo orden. Si puede hablarse de culminación, que no de conclusión, es porque parece razonable afirmar que el grueso de actuaciones requeridas por la apertura ha sido ya llevado a cabo, como lo prueba el hecho de que contemos en la actualidad con un marco financiero, cuando menos nominalmente, incluso más liberalizado que el de otras economías occidentales más avanzadas. Otra cuestión distin-

ta, de respuesta posiblemente negativa, es que estén definitivamente consolidadas, pues existen algunos interrogantes, a los que nos referiremos posteriormente, que hacen pensar que pudiera quebrarse la tendencia liberalizadora.

Por todas las razones anteriores, parece el momento actual una buena ocasión para reflexionar sobre el camino recorrido, y sobre la medida en que se ha cubierto lo que se pretendía andar. No se trata, no obstante, de realizar un riguroso balance del proceso y mucho menos una crítica completa del mismo, ya que ambos propósitos rebasarían ampliamente los límites del presente artículo, tanto por lo que hace a su objetivo como al enfoque escogido; antes bien, lo que se busca es suscitar algunos motivos de debate, pero siempre guiados por una sana actitud de duda.

Puestos a iniciar un ejercicio de estas características, son numerosas las vías de avance entre las que cabe elegir. Por nuestra parte, hemos optado por analizar en primer lugar —siempre bajo las premisas señaladas en el párrafo anterior— los efectos específicos que el proceso liberalizador del sistema financiero ha tenido sobre la economía española, en el convencimiento de que aquél y su modernización no son fines en sí mismos, sino medios, probablemente inexcusables, para conseguir un crecimiento estable del Producto Interior Bruto.

Un segundo apartado de la reflexión lo constituirá la que realizaremos sobre la forma en que el proceso que nos ocupa ha afectado a los propios mecanismos de funcionamiento del sistema financiero, y a sus manifestaciones externas más significativas. Tam-

bién parece plenamente justificado un análisis como el que proponemos, que trata de establecer si la nueva dinámica del sistema es plenamente satisfactoria —o cuando menos lleva camino de serlo—, o si, por el contrario, se han introducido en él algunos elementos distorsionadores y por consiguiente perjudiciales.

Con ello restaría, por tanto, una mirada hacia el futuro. Son muy diversos los puntos de interés que aparecen ante la vista cuando uno se asoma a los próximos años del sector financiero español. Pero existe quizá un denominador común a todos ellos, de relevancia crucial, en la que no creemos sea necesario insistir. La pregunta esencial se refiere a la previsible tendencia a lo largo de la ordenada de la liberalización. ¿Es hacia su perfeccionamiento y culminación hacia lo que apuntan las tendencias previsibles? O, por contra, ¿corre razonable peligro el sistema de ver convertido su cambio en flor de un día, y sus plausibles deseos de libertad truncados?

LOS EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La reforma financiera, que ha pivotado básicamente sobre la del sistema crediticio —como no podía ser menos en una economía en la que bancos y cajas de ahorros canalizan el 95 por 100 de los recursos financieros, frente al 75 por 100 de otros países europeos, y muy lejos del 30 por 100 norteamericano—, estaba dirigida a conseguir en última instancia una asignación óptima (o al menos mejor) de los recursos financieros entre los diversos sectores de la economía, que a su vez facilitase el crecimiento equi-

librado de ésta. Lo cual, en lenguaje llano, equivaldría a decir un sistema más eficiente y competitivo, esto es, con menores costes de transformación y más diversificado, que proporcionase a los inversores más crédito y en mejores condiciones de precio, y a los ahorradores una más elevada remuneración de sus depósitos.

Estos últimos pueden ser, por tanto, los hitos de referencia que nos sirvan para evaluar los logros de la liberalización del sistema, cuando lo que queremos comprobar son sus efectos sobre la economía española y, más específicamente, sobre la asignación de unos recursos financieros escasos —recuérdese su relativamente baja tasa de ahorro— dentro de ella.

Empezaremos por la estructura del sector. La menor concentración empresarial, que no es un objetivo *per se*, sino en algunos casos la garantía de un precio más competitivo, no ha sido precisamente una de las características en las que se haya avanzado; antes al contrario, el fenómeno ha sido opuesto. Mientras, por poner un ejemplo, a comienzos de la pasada década los siete grandes bancos eran los destinatarios del 58 por 100 de los depósitos, en 1983 su cuota conjunta ascendía al 60 por 100 del mercado. Mayor es aún la diferencia en términos de grupos bancarios, medida según la cual se ha pasado en análogo período del 68 por 100 a casi el 80 por 100. Parece evidente que los conocidos episodios de la grave crisis bancaria, que afectó nada menos que a 48 bancos y al 16 por 100 de los depósitos del sistema, ya felizmente superada, han tenido bastante que ver en este cambio de panorama.

Ahora bien, no por ello puede hablarse de un agudizamiento del erróneamente llamado oligopolio de la Banca, estructura de mercado que nunca se dio en sentido estricto dentro del sector, a pesar del elevado grado de concentración característico en él. Buena prueba de todo lo que decimos es que el aumento de ella ha coincidido en los últimos años con una reducción de los costes de transformación —y ésta sí que es una auténtica mejora en la eficiencia del sistema— conseguida a través de la innovación, tanto tecnológica como financiera, y que podría haber sido mayor de no haberlo impedido el elevado coste de la crisis económica e industrial, y la rigidez de un mercado de trabajo que no permite ajustes de plantillas más que en situaciones alejadas de las que hoy vive el sector crediticio.

Desde la perspectiva del ahorrador, que de una forma u otra utiliza el sistema financiero para la colocación de su renta no consumida, los efectos beneficiosos de la liberalización aparecen meridianamente claros. Así, y también exclusivamente a título de ejemplo, mientras que en 1972 la retribución total de los depósitos de uno y otro tipo en la Banca sobrepasaba sólo ligeramente el 1 por 100 del PIB, diez años más tarde alcanzaba el 4 por 100. En la modesta medida en que tal indicador puede ser representativo de la mejor remuneración del ahorro —cuya participación en la renta nacional disminuyó tendencialmente durante el período considerado, por lo que el fenómeno sería aún más patente una vez depurado de este efecto—, la evidencia es rotunda. Pero, además, en los últimos tiempos el ahorro ha encontrado frente a sí nuevas y más variadas fórmulas de coloca-

ción que han venido a ayudarle a defenderse de la inflación, y a hacer todavía más acusada la conclusión que se desprende de la mera observación de lo ocurrido en la Banca.

Quizá la percepción más desfavorable de los resultados de todo el proceso modernizador corresponda a los prestatarios, a los tomadores de fondos financieros. Bien es cierto que, en la medida en que el crecimiento de la liquidez y el presupuesto público lo han permitido —ya que, evidentemente, la escasez de financiación provocada por los elevados déficit estatales recientes no es achacable a los intermediarios—, el reparto de las disponibilidades no sólo se ha efectuado bajo más y mejores modalidades (créditos a interés flotante y a largo plazo, letras garantizadas, etc.), sino que también ha llegado a prestatarios que antes encontraban mayores dificultades para acceder a él (a través de la figura de las SGR, p.e.), pero que también eran capaces de ofrecer una solvencia adecuada.

No obstante, ello no debe ocultar el hecho irrefutable de que los tipos de interés han sido, en términos generales, más gravosos e inciertos para el inversor. El caso es que ello sólo en una pequeña parte puede achacarse a la propia transformación de los recursos, recayendo el grueso de su responsabilidad en factores cuya discusión tiene mejor cabida dentro del epígrafe siguiente. Aunque sin olvidar, por supuesto, que en los fenómenos económicos resulta extraordinariamente difícil la identificación y separación neta de causas y efectos, y que hechos como el revisado más arriba, relativo a la retribución de los ahorradores, forman parte destacada de lo que ha constituido un cam-

bio de signo en el proceso de subvención masiva de ahorradores a inversores, cambio que desgraciadamente ha tenido más de negativo en la decisión de invertir que de positivo en la propensión a ahorrar.

LOS CAMBIOS DENTRO DEL SISTEMA FINANCIERO

Corresponde a continuación revisar la forma en que el proceso de modernización del sistema financiero ha afectado a sus propios mecanismos de funcionamiento, a su capacidad como soporte de la política monetaria, e incluso a la solidez intrínseca de su estructura. En definitiva, y de forma más condensada, a su dinámica interna.

La manifestación exterior más significativa de un sistema financiero es, muy probablemente, el tipo de interés, ya que éste no es otra cosa que el precio de la mercancía que transforma y distribuye el sector. Pues bien, los tipos de interés en el mercado financiero español han venido siendo a partir de los años 1977-78, no sólo altos —el crecimiento fue aún más súbito y acusado en términos reales, al comenzar a ceder simultáneamente la inflación—, sino además volátiles en cuanto que inciertos y oscilantes.

No parece en principio, por tanto, que pueda decirse mucho a favor de unos mecanismos que provocan una evolución con tales características, de las cuales la segunda podría entenderse más específicamente como reflejo de graves disfunciones internas. Conviene, sin embargo, delimitar en la medida de lo posible responsabilidades sobre la evolución ci-

tada, a fin de evitar descalificaciones infundadas del sistema.

En primer lugar, que los tipos hayan experimentado una rápida elevación en los últimos años sólo es parcialmente imputable al sistema financiero en sí mismo. Bien es verdad que los tipos pasivos, esto es, los precios a los que se capta el ahorro, han ido creciendo notablemente, empujando así a los precios a que los fondos pueden ser entregados a los inversores. Y este proceso ha sido fruto básicamente de una mayor competencia entre entidades e instrumentos, y de una más completa educación e información del depositante español. Aprendizaje en el que, a su vez, ha jugado un papel acelerador la publicidad de tipos de remuneración como arma de comercialización, iniciada hace ya años por los bancos industriales para sus bonos de caja, y ampliamente generalizada tiempo después por el Tesoro para introducir sus nuevos instrumentos de Deuda, a los que el público no estaba inicialmente acostumbrado.

Es cierto también que en los primeros compases de la liberalización, la Banca, que había estado compulsivamente reprimida en sus deseos expansionistas, se lanzó a una carrera de apertura de puntos de venta, en parte como una fuga hacia adelante ante la necesidad de reducir los costes unitarios de personal. Al no ser posible, como ya decíamos, el proceso inverso, la reducción de costes de transformación está siendo necesariamente limitada por la rigidez de los laborales. Por tanto, y a pesar del esfuerzo que se viene realizando por rebajar el margen de la intermediación, debe aceptarse que el sistema financiero español, en la medida en que bancos y cajas constituyen

la mayor parte del mismo, es aún algo caro en su fase de transformación.

Pero, en cualquier caso, todo ello no explica más que una parte del alza de los tipos activos, pequeña si además se tiene en cuenta que la subida de los pasivos tampoco puede considerarse espontánea, sino estrechamente interrelacionada con la de aquéllos. Y, desde luego, no parece servir en absoluto para justificar su volatilidad.

Más que a la dinámica propia de funcionamiento del sistema, por tanto, habrá que dirigir las miradas hacia la política monetaria de los últimos tiempos. Aunque creemos que tampoco puede culparse a una presunta falta de capacidad del sistema financiero para canalizarla: no es difícil de aceptar, en efecto, que, tanto por herramientas de control, como por agentes e instituciones que activa o pasivamente participan en su instrumentación, la política monetaria se puede llevar a cabo actualmente en España de manera más efectiva y fiable, por lo menos mientras no sea preciso forzar excesivamente la máquina de su conducción.

El problema está más bien en la política monetaria en sí que ha habido que —o que se ha optado por— llevar adelante. También aquí pueden identificarse aspectos que hay que entender como condicionantes, con los que se ha encontrado la autoridad monetaria y que le han restado grados de libertad en su actuación. Las crecientes y elevadísimas necesidades del sector público, cristalizadas en un déficit que se ha triplicado en los tres últimos años y que amenaza con instalarse en unos volúmenes difícilmente digeribles por el ahorro nacional. O la presión exterior sobre la pese-

ta, a la que no podía responderse con cesiones de reservas ni quería contrarrestarse con una depreciación que habría puesto en serio peligro los objetivos de estabilidad de precios. Ambos son ejemplos de circunstancias o hipótesis de partida con las que es necesario contar y que en su caso concreto han tenido buena parte de responsabilidad en la subida o el mantenimiento de niveles elevados de los tipos de interés.

Todo lo cual no quita, no obstante, para que otros aspectos relacionados de forma más estricta con la conducción e instrumentación concretas de la política monetaria, hayan tenido bastante que ver tanto en las alzas como en las oscilaciones de aquéllos. Así, cabe hablar del rigor con que se trataba de seguir la senda de crecimiento prevista para la masa monetaria, mediante un seguimiento excesivamente exigente. Parece tratarse de una actitud que ha impregnado al sistema y que puede ser, junto a otras de compartimentación de mercados para los instrumentos monetarios y de deuda a corto, una de las causas de las súbitas elevaciones y oscilaciones de los tipos de mercado monetario.

Debe, por último, mencionarse asimismo, en este orden de cosas, la dificultad de elección, por parte de los responsables monetarios, de la variable a controlar como representativa de la masa monetaria, de la liquidez de la economía. En la actualidad parece haberse modificado el criterio, centrando la atención en los activos líquidos en manos del público (M4), en vez de en las disponibilidades líquidas (M3). Esta modificación es correcta; sin embargo, cuando en los años 1977 y 1978 se producía un importante desplazamiento del ahorro no

bancario hacia los depósitos a plazo, no se hizo lo propio. También, pues, parece éste un factor que haya tenido su influencia en la evolución de los tipos de interés y que consecuentemente contribuye a explicar aquella parte notable de la misma, tanto cuantitativa como cualitativa, que no reside en la constante pero limitada subida de la retribución del ahorro.

Ya como final del presente epígrafe, en otro orden de cosas, pero de trascendencia para definir el futuro modelo de competencia, no debemos olvidar el poner claramente de manifiesto un aspecto que afecta a la propia solidez del sistema crediticio, como parte esencial que es de la intermediación financiera. Dejando de lado el problema concreto de los bancos que han hecho crisis, hay que recordar que a lo largo de la última década, caracterizada por elevadas tasas de inflación, la expansión de las cifras de recursos ajenos de bancos y cajas no fue acompañada, por diversas razones, de un crecimiento paralelo de fondos propios procedentes de beneficios retenidos.

Esta situación, a la que había que añadir los mayores niveles de riesgo asociados a la crisis industrial y económica en general, ha coincidido en el tiempo con unos legítimos deseos de mayor rigor en cuanto a veracidad y fiabilidad de la información contable, por parte de la autoridad monetaria, y con un eventual conflicto de intereses entre la necesidad recaudadora por parte del Fisco y el estímulo a la cobertura de prudentes fondos de reserva. Nos encontramos así ante distintos objetivos que pueden resultar en algún grado incompatibles con el plenamente necesario, a fin de asegurar la solidez del sistema fi-

nanciero, de recomposición patrimonial de bancos y cajas.

Resumiendo, por tanto, antes de pasar a una valoración de corte más subjetivo, podría decirse que tenemos definido en la actualidad, diez años después de iniciada la liberalización, un sistema financiero más competitivo; con menores márgenes, pero aún con costes de transformación — básicamente de personal — algo elevados; que tiende a generar tipos de interés altos y volátiles; con una dosis de riesgo indudablemente más alta. Y cuyo futuro está, obviamente, ligado de forma íntima al de su proceso de liberalización. A ello nos referiremos en la última parte del artículo.

UNA VALORACION GLOBAL DE LOS RESULTADOS

Puestos a hacer una evaluación global de los resultados del proceso de liberalización que trascienda la simple constatación de hechos de uno y otro tipo como los recogidos hasta el momento, se tiene la impresión de que no hemos alcanzado aún tierra firme. Hay un par de apreciaciones que, a título de ejemplo y sin necesidad siquiera de grandes matizaciones, nos impiden ser más generosos en el juicio: trabajamos aún dentro de un sistema en el que un porcentaje importante de los fondos intermediados circulan por canales cuando menos dirigidos; y en el que, en los momentos actuales, el precio de una gran masa de otros activos financieros, destinados fundamentalmente a financiar el déficit público, se establece mediante simulaciones del mercado.

Hay que reconocer que en ambos casos se intenta que el ele-

mento dirigista se aproxime al mercado en lo posible, sustituyendo el circuito privilegiado por la subvención de intereses, y evitando la transmisión de efectos secundarios a los tramos liberalizados.

Tampoco sería, sin embargo, del todo justo hablar de fracaso de la liberalización. En primer lugar, porque la misma ha tenido que realizarse en un ambiente que no era, decididamente, el más propicio para ella. En efecto, el proceso ha coincidido en el tiempo con:

a) Una crisis económica en general, e industrial en particular, sin precedentes en la historia moderna por sus características, amplitud y profundidad, y cuya ignición fue provocada, como es bien sabido, por el alza de los precios de una materia prima, el petróleo, sobre la que pivotaba todo el sistema productivo de los países desarrollados.

b) Una utilización generalizada de las políticas monetarias y un consiguiente protagonismo de los tipos de interés, a fin de combatir el que se entendía como principal peligro para impedir la deseada recuperación: la inflación. La estrecha interrelación entre tales políticas y los sistemas financieros hacía que, en nuestro país en concreto, se tuviera que estar utilizando con particular intensidad una herramienta que estaba en pleno proceso de rediseño y remodelación.

c) En España, la transición política vivida desde la muerte de Franco, hoy consolidada tras la experimentación práctica de la alternancia democrática en el poder, y que condicionaba aún más la utilización de otras políticas de ajuste alternativas a la monetaria (laboral, fiscal, industrial), de in-

dudable eficacia pero también de más elevada resistencia y coste sociales, especialmente si se tiene en cuenta que en los últimos años del anterior régimen se había producido un relajamiento de la disciplina de estas políticas.

d) La internacionalización de la financiación crediticia y el fuerte desarrollo de los euromercados y similares, fenómenos a los que la banca española no ha podido ser ajena, con sus exigencias adicionales de adaptación.

Existen, pues, una serie de causas subyacentes que han determinado la situación actual casi tanto como la propia liberalización, y cuyos efectos negativos no pueden en ningún caso adjudicarse al debe de aquélla. Las bondades de un sistema financiero moderno no han tenido, en otros términos, un terreno de juego adecuado para desplegar todas sus habilidades.

Pero además, y como segundo argumento, es claro que un proceso de liberalización de tan notable alcance como el que nos ocupa tarda cierto tiempo en prender, en instalarse definitivamente y en contagiar e infiltrarse en el sistema productivo y económico en su conjunto.

De cualquier forma, siempre puede verse el problema desde otro ángulo capaz de disipar las dudas sobre la conveniencia del camino seguido hasta el momento. El esquema previamente vigente no hubiera resistido — y ello casi sin ninguna duda — las tensiones vividas en los últimos años, y habría saltado sin remisión por los aires. El cambio era, por tanto, totalmente necesario, ante los reajustes estructurales que se estaban produciendo en el sistema. Pero tampoco debe olvidarse la imposibilidad de liberalizar sólo al-

gunas partes convenientemente elegidas y artificialmente aisladas de un sistema económico.

EL FUTURO DE LA LIBERALIZACION

A pesar de las imperfecciones y disfunciones del proceso modernizador del sistema financiero español, que ha sido objeto de nuestra atención en las páginas anteriores, lo que parece meridianamente claro es que ha venido existiendo, al menos hasta 1983, un auténtico impulso liberalizador, y abundantes pruebas de ello está dando recientemente el actual Ministerio de Economía y Hacienda. Pero estos deseos liberalizadores están sometidos a constantes amenazas. Unas son de carácter general y externas al sistema financiero, que pueden colocar al objetivo liberalizador en un orden secundario de prioridades. Las segundas se refieren a la probabilidad de supervivencia de las reglas internas de la competencia en el propio sistema financiero.

Entre los elementos exógenos al sistema, la mayor amenaza procede de las necesidades financieras del sector público. El actual déficit, a duras penas contenido en el 6 por 100 del PIB, debe ser reducido. De que esto se consiga depende el que en los próximos años nos instalemos o no en una situación en la que su financiación absorba porcentajes mayoritarios del ahorro interno.

No quiero hacer juicios de valor sobre el problema político del déficit. Simplemente hacer constar que, a corto plazo, no es posible la acomodación de un mecanismo de financiación de este volumen por esquemas 100 por 100 de mercado.

Tampoco los recursos financieros que queden disponibles, una vez satisfechas las necesidades del Estado, van a poder ser asignados por la vía del mercado. Una parte de los recursos financieros disponibles deberá ser dirigida hacia los sectores que, por razones de política económica, deban ser atendidos; y en tal sentido aparecen elementos de dirigismo del crédito, aunque haya que reconocer que se intenta que este dirigismo imite lo más posible al mercado, en lugar de ir contra sus reglas.

Una incógnita importante aún no despejada, aunque afortunadamente no es un problema específico del sistema crediticio español, pero que puede traer consecuencias respecto a los grados de libertad del sistema financiero, es la que tiene relación con la Deuda Internacional. El tema está en que la deuda exterior de los bancos es también la deuda del Estado. Se trata, por tanto, de una deuda de carácter mixto que, o la resuelve el propio sistema bancario privado o se resuelve a otro nivel institucional. Evidentemente se trata de un factor de dependencia, con indudable trascendencia sobre el futuro del sistema bancario.

Tampoco podemos olvidar en esta recapitulación un fenómeno aún no experimentado en España y que se refiere a la sensibilidad de la Banca y Cajas ante coyunturas de baja de los tipos de interés nominales. Esta es una prueba que aún no ha sufrido el sistema financiero español, que iba a encontrar limitaciones en el proceso de adaptación y ajuste. No parece que fuera difícil el proceso de adaptación de los tipos de interés, esto es, la reducción de los costes del pasivo, pero no

se ve tan fácil el proceso de reducción de los costes de personal. Tampoco se ha abordado con vigor suficiente la homogeneización y racionalización de las infraestructuras informáticas a nivel de toda la profesión.

Hemos dejado para el final la consideración de un aspecto que en principio tampoco aparenta ser precisamente favorable al proceso liberalizador, pero que frente a los anteriores presenta la diferencia de ser más estrictamente achacable al sistema en sí mismo. Nos referimos al hecho de que la pasada crisis bancaria ha sido de tal profundidad que la economía española no parece preparada, por motivos de diversa índole, para resistir otro embate. Es por ello que el sistema financiero del futuro, además de competitivo, será un sistema *monitorizado*.