

Introducción Editorial

EL SISTEMA FINANCIERO DEL FUTURO

EL profundo cambio experimentado por la mayoría de los sistemas financieros occidentales, cambio que muy probablemente se mantendrá en los años venideros, no es en modo alguno fortuito, sino que responde a la acción conjunta de una serie de fuerzas identificables: la variación de hábitos financieros de las sociedades occidentales, las posibilidades abiertas por la informática y las comunicaciones y la internacionalización de la actividad financiera. Sólo a partir de esas fuerzas, de esos vectores de cambio, es posible interpretar el pasado reciente para intentar desvelar el futuro, un futuro que todo agente económico desea conocer por principio, pero cuyo conocimiento resulta aún más imperativo en el caso de una actividad como la financiera, apoyada, de forma rotunda, sobre conjuntos de expectativas.

**MIRANDO HACIA
ATRAS PARA
ANTICIPAR EL
FUTURO**

Esa variación de los hábitos financieros de las sociedades occidentales, que ha dado vida a una nueva sensibilidad financiera, se traduce en un fenómeno muy simple: la percepción del coste de oportunidad de mantener saldos ociosos, lo que, inevitablemente, da lugar a un aumento del coste del dinero. Los intermediarios financieros de nuestras sociedades han podido advertir claramente esa tendencia, han visto cómo, de manera continua, se incrementaba el coste de su pasivo. ¿Cuáles son las razones de ese cambio? Sin pretender efectuar una enumeración exhaustiva de las mismas, es posible enumerar cuatro fundamentales. En primer lugar, el intenso proceso inflacionista sufrido en los años setenta ha hecho comprender a los agentes económicos el verdadero significado del dinero en tanto que depósito de valor pactado y, por lo tanto, sujeto a alteraciones bruscas; ha puesto de manifiesto, por consiguiente, la necesidad de reducir los saldos correspondientes al motivo transacción para poder así elevar los que responden a los motivos de precaución y especulación. Nuestras sociedades, por otro lado, son hoy predominantemente urbanas, lo que significa que están en permanente contacto con las realidades financieras: los medios de comunicación de masas transmiten continuamente datos sobre tipos de interés, situación general de los mercados financieros e instrumentos que se negocian en los mismos, y no es de extrañar, a fin de cuentas, que las economías domésticas sean hoy capaces de realizar arbitrajes simples. Añádase a ello la actuación de las empresas, especialmente de las grandes empresas, cuyos departamentos financieros poseen un elevado grado de especialización y conocimiento de los mercados financieros, y se

comprenderá por qué los agentes económicos procuran hoy obtener la mayor rentabilidad posible de sus saldos monetarios. Y aún hay que añadir un elemento más: la incertidumbre derivada de la crisis general, eso que podríamos denominar el miedo al futuro, obliga a individuos y empresas a realizar frecuentes operaciones de cobertura que, sin duda, contribuyen también a elevar el coste del dinero.

Los modernos ordenadores electrónicos y la transformación operada en los medios de comunicación permiten, en la actualidad, procesar millones de datos y transmitirlos sin pausa; sin embargo, lo verdaderamente importante, lo que ha levantado los cimientos de la organización social tradicional, es la reducción rapidísima de los costes de todo ese proceso. Como señala **Trevor Nicholas** en uno de los trabajos contenidos en este número de **PAPELES**, puede afirmarse que, en los últimos veinte años, el poder adquisitivo de un dólar, en términos informáticos, se ha multiplicado aproximadamente por un millón; lo que hace veinte años constituía la excepción se ha convertido, hoy, en la regla. Y, naturalmente, esa veloz transformación tecnológica ha producido efectos de largo alcance en los sistemas financieros: al fin y al cabo ¿qué es la actividad financiera sino un conjunto de operaciones contables? En opinión de **Niehans**, en otro artículo también recogido en este número, los banqueros italianos del Renacimiento podrían, sin grandes esfuerzos, adaptarse a los nuevos instrumentos y usos financieros; tardarían años, sin embargo, en adaptarse a las nuevas condiciones impuestas por la moderna informática, porque es ahí, en ese terreno, donde radica la verdadera innovación financiera.

Se ha afirmado repetidamente que nuestro mundo se empequeñece y unifica continuamente, y no caben muchas dudas respecto de esa tendencia que refleja, de forma directa, la mutación técnica experimentada a partir de la segunda guerra mundial; ahora bien, esa afirmación, que es aplicable a casi todas las actividades, cobra especial rotundidad en el caso de los mercados financieros. Desde ese punto de vista, la capilaridad entre las distintas sociedades, y especialmente entre las que se mueven en el ámbito de la economía de mercado, es de tal magnitud que hoy es difícil analizar un determinado fenómeno financiero de forma aislada: sólo en el contexto mundial alcanzará su verdadero significado. Dos ejemplos bastarán para poner de manifiesto lo que esa unidad financiera supone: la importancia alcanzada por los euromercados y las posibles repercusiones del problema de la deuda exterior.

Como es sabido, el euromercado —es decir el conjunto de transacciones financieras que se realizan en moneda distinta a la del país de residencia del intermediario que las efectúa— nace hacia finales de la década de los cuarenta, cuando el gobierno de China comunista, temeroso de mantener sus saldos en dólares en bancos norteamericanos, ante la posibilidad de una congelación o confiscación, los deposita en la *Banque Commerciale pour l'Europe du Nord*, de París, en realidad una institución de propiedad soviética. Poco tiempo después, el propio

gobierno de la Unión Soviética comienza a mantener, por idénticas razones, saldos en dólares en bancos ingleses. Naturalmente la expansión del euromercado, durante los años sesenta y setenta, no se produce por razones políticas sino por claros motivos económicos: la inexistencia de trabas legales para ese tipo de operaciones, el crecimiento del comercio internacional y, tras la crisis energética de 1973, la aparición de amplios excedentes en los países de la OPEP, que persiguen rentabilidades altas y que han de ser reciclados con rapidez. En última instancia, el euromercado, que aunque tiene su principal centro en Londres se extiende hoy por todo el mundo, ha alcanzado su dimensión actual —a finales de 1983 el total de depósitos superaba los 2 billones de dólares, según el «World Financial Markets»— porque respondía a una necesidad básica de la comunidad internacional: poder contar con un mercado financiero mundial que se viera libre de la intervención de los gobiernos, un mercado en el que las transacciones respondieran a la oferta y demanda de fondos prestables denominados en distintas monedas.

El problema de la deuda exterior, que alcanzó su virulencia máxima en 1982, cuando Méjico anunció su decisión de suspender el pago de sus compromisos financieros exteriores, está estrechamente ligado a la existencia del euromercado. No olvidemos que éste es un mercado monetario —las operaciones suelen realizarse a corto plazo—, en el que se conciertan voluminosas operaciones, muy especialmente entre las propias entidades que en él operan. A lo largo de los años setenta, buena parte de los países que se veían acosados por déficit exteriores se apoyaron en el euromercado para conseguir los préstamos necesarios para cubrirlos. De esa forma, soslayaban la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional que, inevitablemente, les obligaría a adoptar planes de austeridad políticamente poco atractivos. La banca internacional, por su parte, deseosa de colocar sus excedentes de liquidez, procedentes en buena parte de países exportadores de petróleo, no vigiló excesivamente el cambio de calidad de los prestatarios y se encontró, desde principios de los años ochenta, con una enorme montaña de deuda que podía hacer estallar una crisis en cadena de los propios intermediarios financieros. La razón es simple: la existencia de importantes depósitos interbancarios en el seno del euromercado. Por tal causa, si varios bancos importantes, atrapados por fallidos internacionales, no podían a su vez hacer frente a sus compromisos, casi todos los bancos operantes en el euromercado recibirían el impacto de esa crisis, al no serles reembolsados sus préstamos interbancarios. También en este caso es claramente visible la internacionalización de la actividad financiera.

Las tres fuerzas que acabamos de identificar han dado lugar a transformaciones importantes en los mercados más desarrollados, los que marcan generalmente el rumbo de todos los demás. En el mercado norteamericano, y también en buena medida en el inglés, es posible hoy advertir la evolución siguiente.

**EL CAMBIO DE LOS
MERCADOS MAS
DESARROLLADOS**

De un lado, la consolidación de algunos mercados y la aparición de nuevos instrumentos y competidores. Tanto el mercado monetario como el de futuros financieros han conocido una rápida expansión en los últimos años: el primero, porque se desarrolla a consecuencia de la política de agregados monetarios practicada por ambos gobiernos, y que requiere continuas operaciones de mercado abierto y, consecuentemente, un mercado monetario amplio y profundo, y porque las unidades de ahorro han ido, gradualmente, comprendiendo las ventajas de operar en el mismo; el segundo, porque sirve para cubrir riesgos en un mundo de tipos de cambio flotantes y cotizaciones y tipos de interés enormemente volátiles. Buena prueba de esa importancia son el florecimiento, en Norteamérica, de los fondos de inversión que operan en el primero de los mercados (Money Market Mutual Funds) y la expansión conocida por los mercados de futuros financieros de Chicago y Nueva York, que ofrecen hoy múltiples posibilidades de actuación. Por lo que atañe a los nuevos instrumentos, cabe reseñar aquí, a modo de ejemplo, las cuentas que gestiona Merrill Lynch (Cash Management Account) y que pueden ser utilizadas como cuenta corriente, con fondos movilizables mediante cheque, sin que ello impida que Merrill Lynch invierta los fondos de la misma en operaciones de bolsa, de mercado monetario, etc...

Es, pues, una forma de gestión de tesorería que requiere, por parte del cliente, el mantenimiento de un considerable saldo mínimo (20.000 dólares) y por parte de la empresa un elevado nivel de informatización y gestión. De todas formas, ese nuevo instrumento se ha expandido velozmente por todo el mundo puesto que el número de cuentas con tales características ronda, en la actualidad, las setecientas mil. El aumento de la competencia en los mercados financieros es hoy otra de las características observables en Estados Unidos, puesto que son múltiples los intermediarios que ofrecen sus servicios en ese campo, antes limitado casi a los bancos. No es de extrañar, pues, que los grandes almacenes hayan decidido también ofrecer a sus clientes, no sólo los productos de consumo doméstico, sino también servicios financieros. En la cadena de Sears Roebuck, pueden hoy concertarse operaciones de seguros y realizar inversiones tanto inmobiliarias como mobiliarias; se puede, pues, por emplear la frase más conocida, comprar, al mismo tiempo, «calcetines y títulos».

Por otro lado, es posible advertir cómo la actividad bancaria evoluciona en el sentido de depender, cada vez más estrechamente, de la informática y los medios modernos de comunicación. Hoy, esa actividad bancaria, que antes se ocupaba primordialmente de la gestión del activo, procura enlazar pasivos y activos, a través de un complejo soporte informático, para de esa forma optimizar la gestión. Los cajeros automáticos se extienden sin cesar y va generalizándose el sistema de pagos y cobros en puntos de venta, con cargo y abono automáticos. Las grandes empresas llevan a cabo la mayoría de sus operaciones financieras desde la propia empresa: los directores financieros están rodeados de teclados y pantallas que les permiten conocer, de forma inmediata, la situación de sus empresas, su posición en los distintos mercados y los resultados de las operaciones que acaban de llevar a cabo. Sin embargo,

tal vez el grado mayor de automatización se haya conseguido en las relaciones entre bancos, mediante la instalación de redes informatizadas. En Estados Unidos se cuenta con Bank Wire II y Fedwire. La primera de ellas conecta a unos 200 bancos y su función inicial fue la de transmitir mensajes, a bajo coste, entre los miembros; en la actualidad también los bancos que no son miembros pueden conectar con la red. La segunda permite realizar transferencias entre bancos, con un volumen que supera los 400.000 millones de dólares diarios. Las compensaciones, tanto nacionales como internacionales, pueden llevarse a cabo utilizando el sistema CHIPS (Clearing House Interbank Payments System), por el que se canaliza el 90 por 100 aproximado de las transferencias internacionales en dólares. En Inglaterra funciona ya el sistema CHAPS (Clearing House Automated Payments System) que, además de efectuar compensaciones interbancarias y canalizar transferencias internacionales, permitirá a los propios bancos comerciales ofrecer a sus clientes, vía terminales a domicilio, una amplia gama de servicios bancarios. Por último, no hay que olvidar la red SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications), que comenzó a funcionar en 1977 y que cuenta hoy con más de 900 bancos asociados en unos cuarenta países. A través de la misma se pueden canalizar todo tipo de mensajes, realizar transferencias, negociar cartas de crédito, efectuar inversiones en Bolsa y, en fin, llevar a cabo casi todas las operaciones bancarias de carácter internacional.

Por lo que se refiere a la internacionalización de sus actividades, es de advertir, en la banca norteamericana, una presencia cada vez más acusada en los mercados internacionales, presencia que puede reflejarse en tres simples datos: el número de filiales extranjeras de los bancos estadounidenses ha crecido de forma sustancial, pasando de unas cien, a principios de los años cincuenta, a más de ochocientas en la actualidad; a finales de diciembre de 1982 los nueve primeros bancos norteamericanos poseían unos activos sobre el exterior de 205.000 millones de dólares, equivalentes al 140 por 100 de todo el crédito al sector privado de bancos y cajas españoles en la misma fecha; finalmente, se estima que, a finales de los años setenta, del 30 al 40 por 100 de los beneficios de los grandes bancos norteamericanos provenían de sus operaciones internacionales.

Si de la realidad financiera de los países más desarrollados pasamos al análisis del sistema financiero español, observaremos la profunda mutación experimentada en el transcurso de los últimos diez años, una mutación caracterizada por la expansión física de los dos principales grupos de intermediarios, el cambio del entorno legislativo, la innovación y la internacionalización.

De diciembre de 1974 a diciembre de 1983 el número de oficinas de bancos y Cajas de Ahorros ha pasado de 13.239 a 27.849; se ha duplicado con creces, siendo más veloz la expansión de la red bancaria, que ha triplicado, en ese lapso, su número de oficinas. No se trata aquí

LO SUCEDIDO EN ESPAÑA

de efectuar juicios de valor sobre la oportunidad de esa expansión, pero sí parece que ese aumento veloz del inmovilizado, del «ladrillo y cemento», por utilizar la terminología norteamericana, con los costes fijos que ello acarrea, ha causado problemas a más de una entidad financiera y ha coadyuvado al proceso crítico de todos conocido.

Sabida es la transformación experimentada por el sistema financiero español de 1977 a 1981, transformación de la que PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se ha ocupado en sus números 3, 9 y 18. A partir del año 1977, y mediante el cambio de las normas correspondientes, el sistema financiero español fue dejando atrás el cúmulo de intervenciones que, históricamente, lo habían caracterizado para ganar cuotas de libertad y, consecuentemente, de mercado. Esa liberalización, por otra parte, no ha hecho sino seguir el rumbo marcado por los países más desarrollados del área occidental, que buscan, a su través, un triple objetivo: fomentar el ahorro para poder financiar adecuadamente los procesos de inversión, asignar eficazmente los recursos para mejorar la productividad y avivar el ritmo de crecimiento y reducir el margen de intermediación de los intermediarios financieros, para que éstos no compriman la capacidad de expansión del sector real ni favorezcan la inflación. Puesto que al balance de situación del sistema financiero está íntegramente dedicado el número 18 de PAPELES, queremos aquí dejar simple constancia de la transformación experimentada, sin adentrarnos ni en los pormenores ni en los resultados de la misma.

También en la realidad financiera española pueden observarse, en el período comentado, innovaciones importantes en los instrumentos, en el desarrollo de los mercados y en el funcionamiento de las entidades de depósito.

Lo que realmente se ha producido, en lo que a instrumentos se refiere, es la aparición en los mercados financieros españoles de una serie de fórmulas ya empleadas y probadas en otros países, y especialmente en Norteamérica. Dos son las razones por las cuales se ha producido esa asimilación. Por una parte, no hay que olvidar que, en un mundo intercomunicado, las condiciones generales que rodean a la actividad financiera tienden a ser muy similares: por ejemplo, el crecimiento continuado del coste del dinero. Ello da lugar a que los instrumentos financieros puedan fácilmente adaptarse a cualquier país. Por otro lado, debe recordarse que, a partir de 1978, se autoriza a los bancos extranjeros a instalarse en territorio español, si bien bajo ciertas condiciones, de las que hay que destacar la imposibilidad de captar pasivo a través de depósitos por encima de su volumen de crédito a empresas españolas más los activos de cobertura del coeficiente de caja. De la mano de la banca extranjera, compelida a utilizar fórmulas nuevas de captación de ahorro, van a surgir, en nuestra realidad financiera, diversos instrumentos. Por esas dos razones, pues, se ha producido en los últimos años un florecimiento de instrumentos financieros. Baste recordar aquí los certificados de depósito, quizá el más antiguo de todos, y las letras avaladas por bancos y cajas, por lo que se refiere a fórmulas de cap-

tación de pasivo; los créditos a interés variable, mediante los que se ha enlazado el mercado monetario con el de capitales, dentro de los instrumentos crediticios; los pagarés de empresa, como fórmula de relación directa entre unidades de ahorro y gasto y, consecuentemente, como ejemplo de desintermediación.

En general, todos los mercados financieros han experimentado, en los años a los que hacemos referencia, considerables modificaciones —si las condiciones y los instrumentos cambian, obligado es que tales variaciones se reflejen en los mercados—, pero ha sido, sin duda, el mercado monetario el que se ha desarrollado de manera más patente, impulsado por la necesidad de aplicar una política monetaria activa y afinada, por la obligación de los intermediarios de ajustar su liquidez y cumplir coeficientes y por la nueva sensibilidad financiera del ahorrador último, que procura obtener la máxima rentabilidad de su inversión. Ese mercado, que a principios de los años setenta era, simplemente, un mercado de depósitos interbancarios, es hoy un amplio mercado, y mejor podríamos hablar de un conjunto de mercados enlazados, en donde se negocian múltiples activos financieros, caracterizados por su alta rentabilidad y solidez, de entre los que cabe destacar, por la importancia que han llegado a adquirir en muy poco tiempo, los pagarés del Tesoro o la deuda pública a corto plazo.

Los aspectos más destacables, por su novedad, de la actuación de los intermediarios financieros son la mecanización de sus actividades y su presencia creciente en los mercados internacionales. En efecto, el proceso informatizador se hace cada vez más intenso, tanto en los bancos como en las Cajas de Ahorros, por no citar sino los dos principales grupos de intermediarios, respondiendo a la tendencia general a la que ya hemos hecho referencia. La administración del pasivo y activo y el núcleo fundamental de transacciones de las entidades financieras españolas, se realizan hoy de forma automatizada, y es posible, además, advertir cómo cobran, progresivamente, carta de naturaleza los cajeros automáticos, las relaciones directas con clientes a través de las distintas fórmulas de servicios bancarios a domicilio y el resto de las posibilidades ofrecidas por los medios modernos de procesado y transmisión de datos. Con respecto a la internacionalización de sus actividades, es de advertir que, en el período 1976-1983, los activos frente a los no residentes de la Banca se han multiplicado por ocho y por treinta y siete los de las Cajas, si bien hay que señalar que estas últimas partían de cifras muy bajas.

Hasta aquí hemos reflejado, de forma muy general, lo sucedido en los principales mercados financieros del mundo y en los mercados españoles, pero nuestra intención primera no es, ya lo hemos indicado, analizar el pasado y ponderar el presente, sino descifrar, en la medida de lo posible, el futuro; y ésta es la tarea que PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA encargó a una serie de reconocidos expertos en la materia, extranjeros y nacionales, procedentes en unos casos de los medios académicos y en otros, los más frecuentes, de la propia actividad financiera. Puesto que valía la pena tener, como gran telón de fondo, la experiencia de los

grandes mercados financieros, la primera parte de este número incluye toda una serie de trabajos que centran su análisis en la realidad norteamericana e inglesa y en los mercados internacionales. De esa forma quedan trazados los caminos que, muy probablemente, recorrerá el sistema financiero español, al que se dedica la parte segunda de esta publicación. Por último, y en el apartado de colaboraciones especiales, hemos querido incluir dos trabajos que, por su examen de la innovación financiera, merecen especial atención.

**MIRANDO HACIA
ADELANTE PARA
COMPRENDER
EL PRESENTE**

En el primero de los trabajos, el profesor **Benjamin Friedman**, de Harvard, examina los factores que, a su juicio, han desencadenado los cambios que, a lo largo de los últimos años, se observan en los mercados financieros norteamericanos; analiza, pues, la rápida inflación, la volatilidad de los tipos de interés, los déficit federales, la apertura de la economía norteamericana y los progresos alcanzados en materia de informática y comunicaciones, para examinar, a continuación, el impacto que esas fuerzas de cambio han tenido sobre la rentabilidad de los activos, el endeudamiento público y privado y el proceso de intermediación financiera. **John R. Torell III**, Presidente del Manufacturers Hanover Trust Company, explica, desde la óptica de un prominente banquero, cómo la actividad bancaria se ha ido transformando velozmente en los últimos años, a consecuencia del aumento del coste del dinero y de la creciente competencia desencadenada por los intermediarios no bancarios, para poner de manifiesto que, a su entender, la Banca tiene necesariamente que adaptarse, de forma continua, a las nuevas circunstancias, si no quiere verse desbordada por éstas, y comprender que su actividad no puede limitarse a los servicios tradicionales sino que debe ampliarse a todos los servicios financieros. El sistema financiero inglés ha sido siempre un modelo de flexibilidad, razón por la cual el Reino Unido ha continuado siendo un centro financiero mundial de primer orden, pese a no ser ya una primera potencia económica. La descripción de ese sistema financiero la realiza, con detalle, **Salvador García-Atance**, quien analiza asimismo los cambios que pueden producirse en el conjunto del sistema a consecuencia de las nuevas reglas concernientes a la actividad bursátil y de las dosis crecientes de competencia que el gobierno británico quiere aplicar en esos mercados.

La informática y las comunicaciones son, desde hace algunos años, los grandes revulsivos de la actividad bancaria: la velocidad con que hoy se ordenan y transmiten los datos y la posibilidad de realizar operaciones en tiempo real han dado lugar a modificaciones de largo alcance y, lo que es más importante, continuarán transformando los servicios bancarios durante muchos años. A partir de su experiencia en el campo de la innovación tecnológica, **Trevor Nicholas**, del Barclays Bank, describe la fascinante evolución experimentada por esos servicios y adelanta cuáles pueden ser la claves del futuro.

En un mundo caracterizado por la incertidumbre respecto de cotizaciones y tipos de interés, no resulta extraño el florecimiento de las ope-

raciones de cobertura y especulación, puesto que unas y otras no son sino las dos caras de una misma moneda: para cubrir, alguien tiene que arriesgar. Los mercados de futuros, que comenzaron siendo de futuros físicos, han ido ampliando su ámbito de actividades para incluir, también, los futuros financieros. A la descripción e importancia de los mismos se dedican dos de los artículos incluidos en este número de PAPELES. El primero, escrito por **Clayton Yeutter**, Presidente de una de las Bolsas de Chicago, permite valorar el alcance de las operaciones que tienen lugar en ese tipo de mercados. **Enrique Vidal-Ribas**, autor del segundo trabajo, resume y comenta las principales operaciones de futuros para que el lector no especialista pueda entender su significado y su modo de funcionamiento.

Ya hemos señalado con anterioridad la importancia que ha ido adquiriendo, en todos los países del área occidental, el mercado monetario. Partiendo de la idea de que el mercado monetario norteamericano no es sino una pieza del euromercado, del mercado monetario mundial, **Marcia Stigum** y **Barry Drayson** examinan el camino recorrido por este último y la forma en que ha logrado resolver los graves problemas con los que, en los últimos años, ha tenido que enfrentarse. Estos autores se adentran, también, en el espinoso campo de las predicciones y calibran lo que, a corto plazo, puede ocurrir con los principales centros financieros del mismo, los intermediarios que en él actúan y las transacciones que lo caracterizan.

Para terminar esta primera parte, se lleva a cabo una valoración de lo que supone, para el sistema financiero mundial, la montaña de deuda exterior que, en buen medida, afecta a la gran banca internacional; al fin y al cabo esa deuda es resultado, en gran parte, de los excedentes de los países exportadores de petróleo, de un lado, y de las necesidades de los países importadores, especialmente de los menos desarrollados, del otro. Para **William Cline**, el autor del trabajo, el problema no es, en términos generales, de solvencia sino de liquidez y la solución que, hasta el momento, se le viene dando —la refinanciación caso a caso— es la que debe permitir solucionarlo; cualquier solución alternativa, sobre todo si parte de una distinta calificación de la naturaleza del problema, podría ocasionar enormes y generalizadas tensiones financieras.

La segunda parte de este número de PAPELES supone una valoración de idénticos y parecidos temas vistos desde la realidad española. En primer lugar, y a partir de la situación actual de su marco financiero —crisis general, que se refleja en la acción de los intermediarios, cambios próximos de las normas que la regulan y transformación rápida e ineluctable del propio sistema financiero—, **Victorio Valle** enumera los elementos principales que las Cajas de Ahorros deben de tener en cuenta para expandir su acción de forma equilibrada y adaptada a las actuales exigencias internas e internacionales. **Mateo Ruiz Oriol**, Director General de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, examina, por su parte, la actividad bancaria al por menor en España, un tipo

de servicios bancarios que, por el momento, parecía que iba a perder importancia, frente a las grandes operaciones con empresas, pero que, como se ha podido observar en los últimos años, constituye un pilar muy sólido del funcionamiento de las entidades de depósito. **Mateo Ruiz Oriol** señala, en su trabajo, los requerimientos y alcance de la banca al por menor y el engaste necesario que debe producirse con las operaciones al por mayor.

Habida cuenta de la capilaridad que es propia de la actividad financiera, es difícil encontrar hoy, en España, una entidad que no haya informatizado sus circuitos operativos y de gestión. Al examen del grado de mecanización existente hoy en bancos y Cajas de Ahorros y a las innovaciones que son de esperar a corto plazo se dedica el trabajo redactado por **Antonio Massanell**.

En los últimos años, y a consecuencia de la liberalización emprendida a mediados de la pasada década, que ha introducido dosis crecientes de competencia en el sistema financiero español, un conjunto de nuevos instrumentos han ido tomando, en los mercados financieros españoles, carta de naturaleza, muchos de ellos derivados del crecimiento veloz del mercado monetario. **Juan José Toribio** examina la esencia y características de cada uno de ellos y **Félix Varela** facilita, con su trabajo, la comprensión del mercado monetario en España, de las razones que lo han hecho florecer y de su previsible futuro.

Por lo que respecta al mercado de capitales, son dos los trabajos que, en el presente número de PAPELES, se ocupan de estudiarlo. **Francisco Fernández Flores** analiza, en primer lugar, su grado de eficiencia y las variaciones que en él habrán de producirse a consecuencia de dos hechos importantes: el Estado de las Autonomías, diseñado en nuestra Constitución, y el previsible ingreso de España en el Mercado Común Europeo. Por su parte, **Rafael Bermejo, Blas Calzada y Pedro García Ferrero** examinan los instrumentos con los que podría completarse el mercado de capitales español y que satisfarían una necesidad imperiosa de nuestro devenir económico: la financiación de nuevos proyectos, financiación que tropieza, hasta el momento, con la inexistencia de mecanismos apropiados para darle cauce.

Hemos puesto ya de manifiesto la internacionalización de la actividad bancaria en España, internacionalización necesaria por cuanto responde a una tendencia universal. El trabajo de **Enrique Mas** estudia esa internacionalización desde tres ángulos diferentes: analizando lo sucedido en los tres últimos años, examinando la deuda exterior y sus problemas y valorando el papel que desempeña el sistema financiero como canalizador de todo el proceso.

El examen de los sistemas financieros más avanzados y de la evolución, de la rápida evolución, del sistema financiero español y la valoración de las tendencias en ellos observables revela, una y otra vez, la importancia de la innovación técnica como variable primera que condiciona y explica todo el proceso. Por eso, este número de

PAPELES ofrece, como colaboración especial, dos trabajos que se refieren, de forma muy directa, al fenómeno de la innovación técnica. El primero, del que es autor **William Silber**, valora los distintos elementos que han provocado esa rápida transformación en el mercado de Estados Unidos, y el segundo, escrito por **Jürg Niehans**, estudia la relación existente entre la innovación, la aparición y expansión de la banca multinacional y el impacto que todo ello produce en las políticas monetarias nacionales.

Una vez más **PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA** ha querido dar a conocer las opiniones que, sobre la situación presente y futura del sistema financiero, sostienen las personalidades que, desde distintos puestos, la viven más de cerca, la pulsán día a día y configuran su evolución. No se trataba, en este caso, de una encuesta, sino de una serie de entrevistas personales que se encargaron a **José Luis Carrascosa**, director de «El Europeo». Las personalidades entrevistadas han sido el Ministro de Economía y Hacienda, el Gobernador del Banco de España, el Presidente del Instituto de Crédito Oficial, el Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, el Presidente de la Asociación Española de Banca, los Síndicos de las Bolsas de Madrid y Barcelona, el Presidente de Citibank España y el Presidente del Círculo de Empresarios. Las preguntas, de carácter muy general, pretendían conocer sus puntos de vista sobre la posición relativa del sistema financiero español con respecto al de las principales economías occidentales, su grado actual de intervención y la previsible evolución futura a partir de los datos presentes. A través de sus autorizadas respuestas, todas ellas unánimes respecto de la importancia y gravedad del déficit público y de su impacto sobre el conjunto del sistema financiero, puede advertirse su distinta evaluación de la crisis financiera, su diferente valoración del grado de intervención y los elementos que, a juicio de cada uno de ellos, modelarán el futuro del sistema financiero español.

Tal es el contenido de este número de **PAPELES**, dedicado a la nada fácil tarea de iluminar el futuro. Creemos, de todas formas, que la reconocida experiencia de todos y cada uno de los colaboradores permite vislumbrar alguna de sus claves y anticipar varios de sus rasgos fundamentales, permite, en suma, acercarlo al momento presente y comenzar, de esa suerte, a modelarlo.

**LA REALIDAD
FINANCIERA
ESPAÑOLA EN LA
OPINION DE SUS
PRINCIPALES
REPRESENTANTES**