

Introducción Editorial

LAS TRANSFORMACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO EN ESPAÑA: UN BALANCE

En los últimos diez años, el sistema financiero español ha experimentado una profunda transformación. La base normativa de esa transformación ha ido tomando cuerpo a lo largo de estos años en nuestro ordenamiento, en un proceso reformador que en éste —como en otros aspectos de nuestras instituciones— tiene lugar en la segunda mitad de la década de los 70, en especial a partir del año clave de 1977. El cambio no sólo ha sido legal sino real, porque, apoyados en la nueva normativa, los agentes económicos que operan en la vida financiera española han tejido una vasta y nueva red de relaciones que tiene poco que ver con la que prevalecía hace una década. Hoy nuestro sistema financiero es más libre, las instituciones que en él operan no están sometidas, como en el pasado, a especializaciones impuestas por la ley, se han desarrollado nuevos instrumentos y mercados y los precios han dejado de estar sometidos a la rigidez de la tasación, recuperando su función clave de asignar los recursos disponibles e informar a los agentes que operan en los distintos mercados.

**UNA DECADA
DE CAMBIOS,
CLARAMENTE
MOTIVADOS**

Ese proceso de cambio profundo de nuestro sistema financiero se ha desarrollado a ritmos diferentes durante la última década, pero aunque el ritmo de reforma haya sido cambiante, el cambio no ha dejado de producirse hasta el día de hoy.

Una pregunta clave abre ese proceso de reforma de nuestro sistema financiero y es la que demanda la búsqueda de sus motivaciones. Ante todo, es preciso afirmar que esas transformaciones del sistema financiero español ni son caprichosas ni constituyen un hecho aislado. Obedecen, por el contrario, a principios racionales que han sido los rectores de ese cambio, principios además compartidos por los distintos países occidentales.

El motivo más inmediato y claro del cambiante mundo financiero español se halla en la gran exigencia de servir a una política de recuperación económica perfilada por los países occidentales desde comienzos de los años 80, política que ha ido ganando la virtud de la convergencia de las distintas políticas económicas nacionales.

El servicio a la recuperación económica se ha manifestado en el terreno de la política monetaria y fiscal en una renuncia a actuaciones expansi-

vas de la demanda interna por medidas a corto plazo y en una afirmación de la búsqueda, a medio plazo, de las condiciones favorables y estables para recuperar la vitalidad de la demanda privada, condiciones conseguidas por el restablecimiento de la disciplina monetaria y la consolidación presupuestaria.

Los objetivos inmediatos de esas actuaciones han sido y son el vital de reducir la inflación (espejo auténtico para reflejar la lucha de una economía con la crisis); conseguir más bajos y estables tipos de interés y moderar el crecimiento de los costes reales del trabajo (para ganar una mayor competitividad de la producción y favorecer la inversión privada); frenar, en fin, el crecimiento del gasto público y rebajar los números rojos del déficit público estructural (condición básica de la estabilidad de precios y el desarrollo de la inversión privada). Sólo en ese mundo de unas economías más estabilizadas y menos perturbadas por el activismo de las políticas económicas se podría lograr la reducción de la incertidumbre, la disminución de los costes y la recuperación de los excedentes empresariales con los que conseguir finalmente las mayores inversiones y empleos, tan ansiados por las distintas sociedades. Esas políticas de saneamiento o ajuste global deberían ser secundadas por políticas de ajustes positivos con un doble propósito: ofrecer el apoyo y el estímulo públicos a los ajustes productivos indispensables, dada la situación irreversible y crítica en la que se encontraban algunos sectores industriales, y ganar la eficiencia en la asignación de los recursos escasos de las distintas sociedades por el aumento de la flexibilidad de los mercados —incluidos a la cabeza de ellos los financieros— ganada merced a menos intervenciones y más libertad.

Esa estrategia de ajuste, seguida por las economías occidentales a lo largo de los últimos años, contó con excepciones pasajeras que —como la representada por la política económica francesa en 1981— mostraron hasta el límite de la evidencia cierta sus consecuencias negativas y la necesidad imperativa de su abandono.

En esa estrategia de ajustes encuentran su apoyo firme las transformaciones de la política monetaria y los cambios del sistema financiero registrados en la última década.

En efecto, a lo largo de los diez últimos años ha sido constante el propósito de dotar de eficacia a la política monetaria para servir a la estrategia del ajuste, propósito inspirador de cambios financieros importantes. Se ha pretendido disponer de los instrumentos adecuados para colaborar a la financiación de la economía sin facilitar la propagación de tensiones inflacionistas, ganando una estabilidad interna creciente desde la que afianzar la competitividad exterior de la producción nacional y la estabilidad del tipo de cambio. En el esfuerzo de convergencia de nuestra política monetaria con esa estrategia de ajuste practicada en los países occidentales, encuentran su explicación buena parte de los cambios experimentados en el sistema financiero español.

Por otro lado, y como parte decisiva de los ajustes internos, se ha tratado de facilitar un conjunto de cambios en el sistema financiero con los

que conseguir mayor eficiencia económica. Un conjunto de cambios merced a los cuales España no quedara apartada de las profundas transformaciones que los sistemas financieros están registrando en la actualidad para servir a los intereses de las economías en las que operan. Esos cambios provienen de cuatro direcciones diferentes: de la internacionalización, de la liberalización (o desregulación), de la innovación y de ese fenómeno que los anglosajones califican como *securitization*, que podría traducirse por titularización como término más expresivo.

Es evidente que la creciente interdependencia de las economías nacionales, a la que está asociado su desarrollo, se ha traducido en la estrecha interrelación existente de las instituciones financieras. Los mercados financieros tienden a su internacionalización con su apertura a agentes e instituciones financieras extranjeros y con la posibilidad creciente de realizar operaciones exteriores concedida a los agentes e instituciones nacionales. Cerrarse a esa fuerza de la internacionalización supone marginarse del proceso actual de desarrollo. De esta gran fuerza motriz de los cambios financieros contemporáneos proceden buena parte de los cambios registrados en el sistema financiero español en la última década.

Quizá sea la liberalización (o la desregulación) el signo externo más representativo de los cambios registrados en los sistemas financieros occidentales. Un signo externo que revela la confianza creciente de la política económica y financiera en los mecanismos del mercado como vías eficientes de asignación de recursos y de adaptabilidad de sus instituciones a las nuevas condiciones de los distintos mercados. La liberalización (o desregulación) ha cubierto un amplio programa de cambios que van desde los tipos de interés a las condiciones de competitividad entre las instituciones financieras, pasando por la decisiva apertura de las fronteras financieras nacionales y finalizando en los mercados de valores hoy afectados, con intensidad inusitada, por los vientos tonificantes y retadores de la libertad.

La tercera fuente de las transformaciones del sistema financiero proviene de la innovación, con múltiples causas técnicas (desarrollos de la informática, telemática y robótica) y causas institucionales (liberalización y, paradójicamente, la propia regulación a la que se trata de obviar por el proceso de innovación), y con variados e importantes efectos (creación de nuevos productos y mercados, aparición de dificultades operativas de la política monetaria y consecuencias sobre la organización de las propias instituciones financieras).

La desintermediación a través de la *securitization* o titularización, al operar sustituyendo al crédito bancario tradicional por una financiación conseguida en los mercados de valores por títulos negociables suscritos por ahorradores en última instancia, según valores de mercado, es fuente de modificaciones del sistema financiero como fuerza potencial muy importante que afecta a la propia configuración y al papel de las instituciones que operan dentro del sistema.

La importancia de todas esas fuerzas impulsoras de los cambios registrados en la política monetaria y en el sistema financiero, y su trascendencia económica y social para el desempeño eficiente de sus vitales funciones, concede un relieve difícil de exagerar al seguimiento de esos cambios y sus vicisitudes en cualquier sociedad. Es evidente que en esas transformaciones o adaptaciones de la política monetaria y del sistema financiero se juega la suerte de la política de ajustes a la crisis en una sociedad, y la modernización y funcionalidad de su sistema financiero, de importancia decisiva para la asignación eficiente de sus recursos económicos.

UN ANALISIS
CONTINUADO DEL
PROCESO DE
TRANSFORMACION
DEL SISTEMA
FINANCIERO
ESPAÑOL

El convencimiento de la importancia que para la economía española revestía la adaptación de su política monetaria y los cambios del sistema financiero fue lo que impulsó a la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas a dedicarles atención preferente en sus programas de investigación y publicaciones. Hoy creemos que es posible realizar una crónica completa de los acontecimientos más relevantes que marcan la evolución y cambio del sistema financiero español y su valoración crítica a través de nuestras publicaciones. Los números 3, 9, 18 y 19 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se han ocupado, con carácter monográfico, de problemas del sistema financiero, sin perjuicio de que en otros números de la revista también hayan tenido espacio propio. Más aún, el seguimiento de los hechos acontecidos en materia financiera impulsó y justificó la serie de *Suplementos Financieros* de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, en la que ya han aparecido dieciocho números que abordan instituciones o aspectos concretos del sistema con una extensión que no era posible incorporar a las páginas de PAPELES, recabando colaboraciones y opiniones de expertos e incorporando, en muchos casos, la regulación positiva vigente de cada materia. El mercado hipotecario, los coeficientes de inversión, de caja y de recursos propios, la regulación de las instituciones de inversión colectiva, los mercados de valores, la gestión de tesorería y otras materias han sido objeto de tratamiento en esta serie. El hecho de que todos esos números, tanto los de PAPELES como los de *Suplementos Financieros*, estén totalmente agotados, constituye un signo alentador de que nuestra oferta se correspondía con una demanda animada por el amplio núcleo de nuestros lectores.

La perseverancia en esa opinión, que acentúa el interés económico de adaptar la política monetaria y el sistema financiero a las exigencias y al servicio de la política de ajustes, haciendo balance de los problemas y la situación planteados desde nuestro último análisis realizado hace tres años, es la que justifica el presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. En efecto, desde 1984 hasta hoy se han producido nuevos cambios en el sistema financiero en un doble sentido: el de la continuidad, atemperada, del cambio normativo y el de la propia evolución de la realidad financiera, por obra de sus principales intérpretes y operadores. Parecía, por ello, oportuno plantearse de nuevo la conveniencia de trazar balance de situación de nuestro sistema financiero, no sólo para dejar constancia de los cambios producidos en estos últimos años, sino con el pro-

pósito adicional de deducir de ellos, y ofrecer a nuestros lectores, los rasgos básicos de ese proceso continuo de evolución. Este es el objetivo básico del presente número de PAPELES.

¿Cómo hemos tratado de realizar este nuevo balance de situación del sistema financiero español? La respuesta es: procurando innovar los intérpretes y el método de realización del balance. Quizá la principal característica del sistema financiero y de sus cambios en España y en otros países es, como ha afirmado el Premio Nobel James Tobin, haber atraído a los profesionales jóvenes más brillantes salidos de las universidades. No podíamos, en consecuencia, desaprovechar la ocasión de que en esta oportunidad el balance se diseñara y coordinara por dos jóvenes profesores universitarios, **Carlos Cuervo-Arango** y **José Antonio Trujillo**, autores de un excelente manual sobre el *Sistema Financiero Español*. Un balance que contase, para la contabilización de sus distintas partidas, con las valiosas firmas y opiniones con que se había contado en el pasado, pero que incorporase, al mismo tiempo, el importante valor añadido de los jóvenes profesionales que están demostrando ya cumplidamente su conocimiento y su experiencia en el funcionamiento del sistema financiero, tanto desde la Universidad como desde las instituciones, públicas o privadas, en que prestan sus servicios, incorporando así los puntos de vista y las ideas de quienes, en mérito a su esfuerzo y a su trabajo inteligente, pueden brindar nuevas panorámicas en el análisis de los problemas de nuestro sistema financiero en la actualidad.

Es así como se ha tratado de realizar y ofrecer a nuestros lectores el balance de lo sucedido en el último trienio en nuestro sistema financiero. Tal vez convenga, desde el comienzo, destacar la relativa dificultad de la tarea en esta ocasión. Es verdad que el espíritu de libertad, desregulación y flexibilidad está hoy, como en sus inicios, en la base de la reforma. Lo están también la internacionalización del sistema, el proceso de innovación financiera continuada y la desintermediación a través de la *securitization* o titularización. Sin embargo, los nuevos hechos y la continuidad de los condicionantes externos al sistema —que, como el déficit público permanente, introducen sus propias exigencias— traducen, a la hora de practicar una valoración de conjunto, cierta espesura que impide extraer con nitidez, del abigarrado bosque de normas y hechos, un mensaje claro sobre la situación actual del sistema financiero español. Quizá el problema estriba en que una descripción y análisis actual tropieza con la búsqueda de una sintonía más afinada, más compleja, y, sin duda, menos clara y contundente que aquella sintonía firme de los primeros años de reforma, en los que lo mucho que había que abordar marcaba un camino claro y permitía un juicio global más simple y contundente y menos matizado y complejo de lo que debe serlo el juicio actual.

Creemos que esas dificultades de partida del balance de situación del sistema financiero español se han superado en las colaboraciones y opiniones que ofrece este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

Este balance del sistema financiero español parte de los datos que condicionan su realización, y por su recuento —tal y como lo ven nuestros colaboradores— debería comenzar su lectura.

**SISTEMA
FINANCIERO
ESPAÑOL: DATOS
CONDICIONANTES
Y ASPECTOS
PRINCIPALES
DE UN NUEVO
BALANCE**

Cualquier aproximación a la realidad financiera del último trienio no puede dejar de reconocer la existencia de un conjunto de hechos centrales de particular trascendencia sobre el sistema financiero. Esos hechos centrales pueden agruparse en cuatro grandes núcleos de datos, condicionantes del quehacer del sistema financiero:

1.º Las crecientes necesidades de financiación de un déficit público importante y persistente, de carácter predominantemente estructural, en el marco de una política monetaria restrictiva, exigida por la necesidad de combatir la inflación. Esa convivencia difícil entre el déficit público y una política monetaria de signo estabilizador constituye un término de referencia clave para entender las vicisitudes y problemas de nuestro sistema financiero en la actualidad.

2.º La existencia de una inflación diferencial con los países centrales de la CEE, cuya reducción condiciona la política monetaria y atribuye una importancia decisiva a la búsqueda y puesta en práctica de mecanismos eficientes de control, dificultados por la resistencia del Tesoro Público al pago de tipos de interés de mercado, de la que es expresiva la Ley sobre Régimen Fiscal de Activos Financieros, condicionante de primera magnitud del comportamiento de los mercados e intermediarios financieros en la actualidad.

3.º La presencia continuada y reforzada de los cuatro motores del proceso de cambio del sistema financiero —constituidos por la internacionalización, la desregulación (o liberalización), la innovación y la desintermediación a través de la *securitization* o titularización— y sus consecuencias sobre productos y mercados.

4.º La permanente amenaza de crisis de las instituciones financieras, que ha obligado a continuar con el desarrollo de las normas de solvencia, garantía y control. El desplazamiento hacia normas de naturaleza preventiva, como los coeficientes de recursos propios y las provisiones para determinados riesgos (riesgo-país, provisiones para el complemento de pensiones). Esta preocupación, fundada en la crisis de las instituciones financieras, concede asimismo una importancia prioritaria a la calidad de la gestión bancaria y a su manifestación en las cuentas de resultados, cuya evolución y componentes es fundamental conocer y valorar.

Es claro que estos datos, que dan la clave del balance actual del sistema financiero, son interdependientes, así como lo son también sus consecuencias sobre el propio sistema.

Esos cuatro grandes datos condicionantes del sistema financiero español permiten definir cinco aspectos distintos, que polarizan las preocupaciones y problemas más destacados en el actual balance de situación y hacia los que llaman la atención de los lectores las colaboraciones y opiniones de este número de PAPELES. Esos aspectos son los siguientes:

Un *primer* aspecto importante es la creciente aparición de dificultades para una adecuada instrumentación de la política monetaria, de forma tal que quizá uno de los hechos más significativos del momento presen-

te sea el debate al que hoy se someten los diferentes aspectos del control monetario.

El desarrollo de los mercados de los diferentes activos financieros, nacidos como fruto del proceso de innovación y desintermediación, es el *segundo* aspecto clave de la evolución seguida por el sistema financiero. Innovación y desintermediación que han producido, a su vez, cambios importantes en la estructura de los flujos de financiación de la economía española. La composición y nivel de activos y pasivos de los diferentes agentes y unidades económicas no sólo se han visto alterados, sino que su variabilidad ha sido importante en los últimos años.

El *tercer* aspecto que es necesario destacar es el de la creciente apertura al mercado exterior del sistema financiero, como fruto de la internacionalización de los mercados financieros potenciada por nuestra adhesión a la CEE.

El *cuarto* aspecto que debe destacarse vendría constituido por los cambios experimentados en el negocio bancario en los últimos años y su repercusión sobre la estructura y evolución de sus cuentas de resultados, base, en definitiva, de la solvencia de las distintas entidades financieras y dato indispensable para juzgar sobre el futuro de la crisis bancaria.

El cambio normativo producido en estos años aporta el *quinto* y último aspecto que es preciso destacar. Una actividad normativa orientada hacia la mayor libertad y reducción de controles, pero sobre la que también pesa la conciencia de los mayores riesgos que esa mayor libertad de las instituciones financieras comporta —vista además con la memoria histórica de la profunda crisis sufrida por la banca española—, lo que genera una tendencia a la creciente supervisión financiera por parte de la autoridad monetaria.

Estos diferentes aspectos, en los que se concretan básicamente los cambios experimentados por el sistema financiero español en los últimos años y las preocupaciones que de ellos se deducen, son los que describen y analizan las diferentes colaboraciones que componen este nuevo número de PAPELES que pretende ofrecer su balance actualizado.

En un marco variado e interdependiente, la ordenación del contenido de un balance siempre tiene algo de convencional. Sin embargo, la agrupación de los distintos artículos responde a una lógica interna que inspira el trazado de los cinco apartados en los que el número aparece estructurado.

Se inicia con la colaboración de los profesores Cuervo-Arango y Trujillo, quienes, en sus reflexiones sobre «La política monetaria y la evolución reciente de los flujos financieros», presentan una visión general de la evolución del sistema financiero que constituye el pórtico y punto de partida del contenido del número.

El segundo bloque de colaboraciones se centra en dos aspectos claves del sistema financiero. De una parte, la problemática actual de la política monetaria española, su evolución y los problemas de su definición e

EL CONTENIDO
DEL PRESENTE
NUMERO
DE «PAPELES DE
ECONOMÍA
ESPAÑOLA»

instrumentación, que constituye uno de los rasgos más significativos del actual panorama financiero, temas a los que atienden los trabajos de la titulada del Servicio de Estudios del Banco de España **Beatriz Sanz**, y de los profesores **Argandoña** y **Novales**. De otra parte, los determinantes y evolución reciente de los tipos de interés conforman el aspecto central de los artículos de dos destacados especialistas del Banco de España: **Ignacio Mauleón** y **Eduardo Fernández**. El grupo se completa con algunas reflexiones sobre el marco de la política de tipo de cambio en España a cargo del economista del Fondo Monetario Internacional **Vicente J. Fernández**.

El proceso de innovación, la aparición de nuevos activos y el desarrollo de los mercados forman el tercer grupo de trabajos. En el terreno de los mercados internos, el número recoge tres visiones distintas y complementarias del tema que permiten situar: las tendencias y problemas de la política de deuda pública, de la mano de **Raimundo Ortega**, director general del Banco de España y cualificado intérprete de la fase inicial de esa política; la reciente evolución del activo financiero con más peso en la política monetaria y en la propia configuración de los flujos de financiación del sistema —los pagarés del Tesoro—, vista desde la perspectiva de un operador del mercado tan importante como es **GESMOSA** y que se contiene en el artículo de **Ignacio Ezquiaga**, **Raquel Ramírez** y **Javier Soriano** y, finalmente, los aspectos más destacados y con visión de futuro del activo financiero privado con mayor desarrollo en los últimos años: el pagaré de empresa, que relata el consejero delegado de **IBER-DEALER**, **José Luis Campos**.

Los trabajos del director general del Banco de España en el área internacional, **Antonio Sánchez Pedreño** —en colaboración con **Gonzalo Gil**—, y del profesor de la Universidad Autónoma de Madrid **Emilio Ontiveros** permiten al lector situarse tanto en la posición actual del sistema bancario español en el contexto internacional como en las fundamentales novedades que hoy ofrecen los mercados financieros internacionales.

No podría faltar en un balance del sistema financiero una parte destinada al estudio de los intermediarios que componen su tejido institucional y, en este sentido, el número ofrece un detenido análisis de la evolución y cuentas de resultados de las entidades financieras, desde una perspectiva global que permita intuir con brevedad los rasgos del sistema —a tal fin responden las colaboraciones de **Julio Arranz** y de **Miguel A. Almazán** y **Fernando Vargas**— hasta la visión más detallada para la banca que comprende el artículo del presidente de la AEB, **Rafael Termes**, y para las cajas de ahorros, contenida en el trabajo del director adjunto de **CECA**, **Manuel Lagares**. Dos trabajos adicionales abarca este apartado, destinados a ilustrar al lector, por un lado, sobre los problemas actuales del sector de Cajas Rurales de la mano de **José Barea**, presidente hasta fecha muy reciente del Banco de Crédito Agrícola, y, por otro, sobre la evolución y resultados de la banca extranjera en España, vistos desde el propio sector, que es el contenido de las colaboraciones de **Francisco Javier Abad**, director general adjunto de **ARES BANK**, y de **Dieter Joswig**, director gerente de **COMMERZ BANK**.

El balance se cierra con un minucioso análisis de los cambios normativos que han tenido lugar en los últimos años. Al amplio repaso de los cambios en la regulación de las entidades de depósito que contiene el trabajo de Joaquín Latorre se suman dos colaboraciones sobre aspectos más específicos: el relativo a las normas de solvencia —a cargo de Miguel A. Almazán y Fernando Vargas— y el relativo a un aspecto clave de todo el proceso de reforma, el coeficiente de inversión, con la colaboración de Raimundo Poveda, subdirector general del Banco de España.

Un núcleo selecto de opiniones cierra el contenido del número tratando de destacar y valorar los aspectos más importantes ofrecidos por la evolución del sistema financiero, opinión que PAPELES ofrece para estimular al lector a la formación de sus propias valoraciones.

El comentario de las conclusiones alcanzadas por nuestros colaboradores y las principales coincidencias de las distintas opiniones nos ocuparán el resto de esta introducción editorial, en el intento de colocar al lector ante el panorama general que se deduce del balance que le ofrecemos sobre la situación actual de nuestro sistema financiero.

La política monetaria, concebida como una parte de la política económica general de un país, encaminada a objetivos tales como el control de la inflación, el logro de una tasa adecuada de crecimiento o la reducción del nivel de desempleo, centra su actuación en el control y regulación de determinados agregados monetarios.

Las dudas sobre las posibilidades reales de la política monetaria gozan de una bien sentada tradición académica y práctica. Interrogantes tales como si es posible mantener bajo el tipo de interés en forma permanente, si es posible generar empleo sin inflación o si no existen demasiados retrasos en la transmisión de las actuaciones monetarias sobre las variables reales han sido planteados en multitud de ocasiones y, como es bien sabido, la dificultad de una respuesta contundente a muchos de ellos ha llevado con frecuencia a una postura crítica respecto a la política monetaria, que se traduce en una actitud humilde que le asignaría el papel de permitir la financiación de la actividad económica mediante una acción sostenida, explícita y anunciada que evite efectos indeseables, pero sin ningún tipo de posición activista para el logro de objetivos concretos.

En actitudes menos extremas, son muchos los que piensan que la política monetaria puede ejercer con eficacia una acción de control de la inflación, sobre todo desde una perspectiva a medio y largo plazo, y que puede tener una moderada influencia, sobre todo en una perspectiva a corto plazo, y más para frenar situaciones de crecimiento excesivo del gasto nacional que como estímulo en fases de atonía.

España, desde los años 70, sigue el camino de controlar la evolución de un agregado monetario (disponibilidades líquidas primero y activos líquidos en manos del público, después) fijando una senda de crecimien-

LA POLITICA
MONETARIA:
UN TEMA
PARA DEBATE

to anual constante con una banda de desviación tolerable. Sin embargo, la política monetaria española no ha abandonado tampoco la vigilancia de los tipos de interés a corto plazo para evitar fuertes oscilaciones de los mercados financieros. En este sentido, suele decirse que la política monetaria española es *mixta*, ya que actúa sobre un agregado monetario y sobre los tipos de interés.

Este esquema de funcionamiento ha sido de utilidad, a juzgar por los resultados globales obtenidos, cuya evolución se relata en el artículo de **Beatriz Sanz**.

La tasa de crecimiento del nivel de precios de consumo ha ido rebajando su intensidad desde aquel 28,4 por 100 de agosto de 1977 hasta el 8,8 en media anual de 1985 y 1986, años en los que se alcanza la meta, tantas veces deseada, de la inflación de un dígito.

Mayor dificultad presenta analizar el comportamiento y los determinantes de los tipos de interés. Tal como **Ignacio Mauleón** pone de manifiesto en su interesante trabajo econométrico, hay una diversidad de factores que han influido y pueden influir sobre los tipos de interés, desde la dimensión del déficit público, la evolución de los excedentes empresariales o la tasa esperada de inflación hasta el nivel de los tipos de interés de los mercados exteriores.

Desde la perspectiva que ahora nos interesa, la descripción que realiza **Eduardo Fernández** sobre la evolución de los tipos de interés en España en los últimos años permite concluir la existencia de un descenso continuado desde 1983, y especialmente intenso en 1984, reflejo de la contención lograda en las tensiones inflacionistas, en los tipos de interés nominales, particularmente a largo y medio plazo, aunque también se experimenta en los tipos nominales a corto, con episodios alcistas —como en 1986— en los tipos de aquellos mercados en que la autoridad gestiona el control de los agregados monetarios como medio, precisamente, de defender la continuidad de la reducción de los tipos a medio y largo plazo.

Por su parte, los tipos de interés reales, esto es, descontada la inflación esperada, alcanzan su máximo en 1983 —en el mercado interbancario— y en 1985, en el resto de los mercados. El descenso de los tipos reales ha continuado en 1986, aunque se mantiene a un nivel comparativamente alto respecto a los países comunitarios, marcando un diferencial que a corto plazo es incentivador para la entrada de capitales extranjeros y que refuerza la difícil instrumentación de la política monetaria.

Vista a partir de sus logros, la política monetaria arroja un resultado razonablemente eficaz, aunque es justo reconocer que su instrumentación no ha estado exenta de problemas.

Una política monetaria que se basa fundamentalmente en el control de un agregado —cualquiera que sea la forma, más o menos amplia, en que éste se defina— a partir de la actuación sobre una variable instrumental reposa en dos supuestos:

a) La estabilidad y predecibilidad de la relación entre dicho agregado y los objetivos últimos de la política monetaria.

b) La estabilidad del multiplicador de la variable instrumental elegida y el agregado monetario.

La creciente inestabilidad que acusaba en España el multiplicador de la variable instrumental —activos de caja del sistema bancario— respecto al agregado monetario —disponibilidades líquidas—, por el creciente papel de la innovación financiera, que suponía la existencia creciente de activos líquidos fuera de la variable a controlar, dio lugar a reiteradas dificultades en el control monetario, e incluso a su pérdida en 1983.

En 1984 se introducen, por ello, cambios sustanciales en la política monetaria, incluyendo en un nuevo agregado objetivo de control —los activos líquidos en manos del público (ALP)— aquellos activos financieros hacia los que se había ido desplazando el mercado. Otras modificaciones, tales como la nueva configuración del coeficiente de caja, la desaparición de los certificados de regulación monetaria (CRM) y el establecimiento del coeficiente de pagarés del Tesoro, pretendían colaborar a una mayor eficacia en el control monetario.

Sin embargo, la gran capacidad de innovación del sistema financiero proyecta dudas sobre si ese proceso de ampliación del agregado monetario que debe controlarse no habrá de convertirse en un camino indefinidamente reiterado, ante la aparición de nuevos instrumentos diseñados para eludir el control, que coloque permanentemente a la política monetaria al borde de situaciones de pérdida de control.

La instrumentación adecuada de la política monetaria es hoy tema polémico, abierto al debate, sobre el que se proyectan las colaboraciones de los profesores Antonio Argandoña y Alfonso Novales y sobre el que también insiste la ya citada colaboración de Carlos Cuervo y José Antonio Trujillo.

Tras una fase de control monetario más pasivo, algunos bancos centrales se plantean la vuelta a una política monetaria activista, lo que supondría básicamente diseñar la política monetaria para influir sobre los objetivos últimos (control de la inflación fundamentalmente) respecto a los que la experiencia demuestra el logro de resultados razonablemente positivos, combinando los instrumentos adecuados, más que limitarse al control de un agregado monetario que presenta problemas crecientes. Es obvio que una posición de este tipo parece olvidar que el punto débil de una política de estas características es el desconocimiento preciso *a priori* de los efectos de las actuaciones monetarias sobre las variables reales, además de los consabidos retrasos en sus efectos. Una política activista —se afirma— puede ser fuente de inestabilidad ante el relativo desconocimiento de sus efectos reales.

Respecto a la política monetaria española, muchos se preguntan si el inevitable proceso de ampliación sucesiva del agregado monetario —para recoger los nuevos activos líquidos, fruto de la innovación— no debería conducir a elegir un agregado más restringido, siempre que la estabili-

dad de su relación con el objetivo último no se resintiera. Cinco aspectos señalan en esa dirección.

a) La innovación es un proceso continuo que siempre creará problemas de control en una definición amplia de los ALP.

b) La heterogeneidad de los efectos de la variación de los diferentes elementos integrantes de los ALP sobre la inflación hace que un cambio del agregado monetario no sea tanto el reflejo de una variación del gasto global cuanto de una sustitución entre activos financieros: los que están y no están sometidos a control.

c) La definición amplia del agregado monetario genera incentivos para crear activos financieros que sustituyan a los ALP bajo control, lo que dificulta adicionalmente el control monetario.

d) Los efectos sobre la liquidez de una política restrictiva se tornan inciertos, ya que toda acción encaminada a reducir los ALP incrementa el tipo de interés y estimula la generación de demanda de dichos activos.

e) La inclusión de los pagarés del Tesoro dentro del agregado monetario que debe controlarse dificulta la política de mercado abierto, ya que el instrumento es, a la vez, parte de la variable que se trata de regular.

Dejemos, finalmente, constancia de quienes discuten, sobre la base de la predecibilidad de los multiplicadores respectivos, que la elección de los activos de caja del sistema bancario constituya una variable instrumental más adecuada que la tradicional base monetaria del sistema.

Es obvio que, más allá de aspectos puramente formales, la raíz de los problemas que el control monetario entraña en la actualidad en la realidad española se encuentra fundamentalmente en la financiación del déficit público.

La financiación de un déficit alto y permanente, que viene representando desde 1982 más de cinco puntos del PIB, plantea un problema de base, ya que pone en entredicho la compatibilidad real de esa elevada dimensión del desequilibrio en las cuentas públicas con cualquier sistema conocido de política que aspire a estabilizar la economía evitando tensiones inflacionistas indeseables.

Pero, además, la financiación del déficit crea en España problemas adicionales por la instrumentación de la política monetaria.

Cuando el déficit se ha financiado mayoritariamente mediante la apelación al Banco de España, el control monetario exigía drenar liquidez mediante la colocación de certificados de regulación monetaria —dirigidos a los intermediarios financieros— con tipos de interés elevados que autoalimentaban el déficit por la vía de la reducción de los resultados del Banco de España.

La entrada en funcionamiento de los pagarés del Tesoro, con vocación de colocarse en cantidades importantes en las carteras de tenedores privados, abarató la financiación del déficit. Sin embargo, el control monetario se complica, toda vez que con tipos de interés bajos pierde efectividad la política de mercado abierto, ya que las entidades financieras no

conservan los pagarés en sus carteras, cediéndolos a los particulares y generando así una asimetría característica de la política monetaria española, que inyecta liquidez mediante subasta de dinero y la drena mediante la venta de pagarés. Una situación que vendría a complicar la Ley de Régimen Fiscal de los Activos Financieros, al propiciar, con su favorable trato a los pagarés del Tesoro, una desconexión entre el tipo de interés de estos pagarés y el del resto de los mercados.

El mayor protagonismo de la deuda a medio y largo plazo en 1986 —sobre cuya continuidad en 1987 se proyectan serias dudas— constituye un mecanismo más ortodoxo de financiación, aunque los desplazamientos de pagarés hacia deuda a medio y largo plazo ha podido producir cierta inestabilidad en la demanda de ALP, que hace más difícil asegurar la estabilidad de la relación en que se basa su control.

Adicionalmente a los problemas creados a la política monetaria por la financiación del déficit, es preciso destacar que, desde 1984, la mejora en la balanza de pagos aporta una razón adicional para una política monetaria restrictiva, que eleva, sin embargo, los tipos de interés nominales y estimula la entrada de capital a corto plazo, lo que obliga a intervenciones del Banco de España para evitar el reforzamiento de la peseta con sus negativos efectos sobre la actividad exportadora, dentro del complejo entramado de la política de tipo de cambio que se describe en el trabajo de Vicente J. Fernández.

Parece claro, pues, que el tema de la reforma de la política monetaria española es objeto de opiniones controvertidas y está abierto al debate. Sin embargo, no hay que olvidar que la política monetaria viene desarrollando en los últimos años un esquema de actuación coherente —en el que España ha sido una adelantada y que otros países más avanzados de Europa han terminado aplicando con posterioridad— que no puede juzgarse a la ligera.

Que la política monetaria haya tenido desviaciones y problemas en su aplicación es básicamente reflejo de las cambiantes circunstancias a las que ha tenido que adaptarse, pero no constituye elemento descalificador de su planteamiento, que sigue siendo válido en lo fundamental, aunque los hechos acontecidos en el panorama financiero en los últimos años hayan complicado su actuación y exijan, a la hora de enjuiciar la evolución de los agregados monetarios controlados, mayores esfuerzos explicativos y mayores dosis de interpretación. No ha habido ni hay seguridad de que la elección de otros agregados distintos a los utilizados hubiera dado mejores resultados en la política de control monetario. El problema tiene cierta generalidad, como recientemente vaticinaba Henry Kaufman: «En el nuevo mundo financiero, caracterizado por la desregulación, la *securitization*, la innovación y la globalización financiera, está a punto de producirse una situación de exceso de endeudamiento en las empresas y las familias, a menos que se pongan en práctica disciplinas efectivas a la creación y utilización del crédito»... «La mayoría de los bancos centrales del mundo están indecisos sobre cómo responder mejor a esa combinación de letargo económico y de cambios financieros que está teniendo lugar».

Por otra parte, la petición de una política monetaria más estable y menos activista presenta serias dificultades a corto plazo. El fuerte pulso del gasto nacional exige algún tipo de actuación antiinflacionista. La política monetaria podría adoptar un papel más pasivo si otras políticas de acompañamiento se mostraran eficaces en dicha tarea. Sin embargo, las alternativas más obvias no parece que, en el corto plazo, vayan a aportar soluciones adecuadas.

La política fiscal encaminada a la reducción del déficit público, por la vía primaria de la contención del gasto público y por la complementaria del incremento de los ingresos fiscales, requiere amplias dosis de voluntad política y colaboración ciudadana, que parecen exigir plazos relativamente dilatados. Por otra parte, la actual situación de la negociación de acuerdos salariales no hace abrigar muchas esperanzas en la inmediata aplicabilidad de la adecuada política de rentas.

Tal vez una alternativa más consistente fuera reconducir la política monetaria a una política de estabilidad del tipo de cambio en el marco del Sistema Monetario Europeo, dejando a las fuerzas del mercado las funciones estabilizadoras internas de la economía. Una opción de este tipo, hacia la que tarde o temprano España deberá caminar, afectaría a corto plazo en forma negativa a nuestras exportaciones en un momento en que el desarme arancelario previsto como fruto de la adhesión de España a la Comunidad Europea podría afectar también negativamente a nuestro equilibrio exterior. Y, en todo caso, no sería recomendable mientras se mantengan los actuales diferenciales de precios y de déficit público respecto a los otros países comunitarios. Sin embargo, reconocer estas dificultades, que a corto plazo pueden diferir la entrada española en el Sistema Monetario Europeo, refuerza la conveniencia de perseverar en la corrección de los desequilibrios y acelerar la necesaria convergencia sin traumas hacia las economías europeas. Como afirmaba el gobernador del Banco de España en la conferencia pronunciada en el Club Siglo XXI en abril del pasado año, tras repasar las posibilidades y limitaciones de nuestra incorporación al Sistema Monetario Europeo: «Por todo ello, aunque no seamos parte del Sistema, la convergencia de nuestra economía es una necesidad insoslayable. Hemos de hacernos, pues, a la idea de que las discusiones sobre los ritmos de expansión monetaria, la evolución del déficit público o las tasas de crecimiento de los salarios —para poner tres ejemplos— han perdido grados de autonomía, porque las políticas correspondientes están sometidas ahora a restricciones adicionales que el país ha decidido aceptar al optar libremente por su incorporación a la CEE».

Parece pues que, a corto plazo, y a pesar de sus problemas, la política monetaria está condenada a la continuidad en soledad de su función estabilizadora. Esa soledad que ha caracterizado su instrumentación en los años de la crisis y de la que se hablaba con amplitud en el n.º 18 de PAPELES DE ECONOMÍA.

Un análisis, aunque sea somero, de los flujos de financiación entre los diferentes sectores de la economía española en los últimos tres o cuatro años permite apreciar, ante todo, el crecimiento global de su capacidad de financiación conjunta. En 1983 el resultado financiero global arrojaba un saldo de necesidades de financiación de la sociedad española que representaba un 1,4 por 100 del PIB. En 1986, sin embargo, ha existido capacidad de financiación excedente —lo que implica que la economía nacional ha estado financiando al exterior— a un nivel de 2,3 puntos del PIB.

Ese cambio en la capacidad de financiación del sistema no es sino el reflejo de las mejoras experimentadas, en términos del PIB, por la situación financiera del sector privado de la economía —familias y empresas no financieras—, que se pone claramente de manifiesto si vemos la evolución seguida en los últimos años por el excedente empresarial y el ahorro familiar. La suma de ambas partidas representaba en 1983 un 3,5 por 100 del PIB, pasó al 6 por 100 en 1984 y se situó en el 6,9 por 100 en 1985.

Un crecimiento de tal magnitud en los flujos de financiación es obvio que suele ir acompañado de cambios importantes en su composición o estructura. Este ha sido el caso de España, donde los últimos años han sido testigos de alteraciones financieras estructurales, que reflejan en forma fundamental los cambios producidos en la financiación del déficit público.

Si tratamos de sintetizar dichos cambios, cabría señalar, en primer término, el crecimiento de las necesidades de financiación públicas —si éstas se miden conjuntamente para las administraciones públicas y el Banco de España—; en segundo término, y en coherencia con la mejora en su situación financiera global, es perceptible el avance experimentado por la financiación concedida a otros sectores por el sector privado no financiero, incrementando sus activos financieros y reduciendo drásticamente sus pasivos. Por otra parte, sus activos financieros han experimentado cambios en su composición, toda vez que se ha producido una paulatina sustitución de pagarés del Tesoro por pagarés de empresas y otros títulos del mercado monetario.

Pero tal vez el aspecto más ilustrativo que arroja la evolución de los flujos de financiación es la reducción tanto de activos como de pasivos financieros que experimenta el conjunto de las instituciones financieras del sistema.

Parece bastante evidente que las alteraciones estructurales de los flujos financieros descritas no hacen sino registrar las consecuencias del amplio proceso de *innovación* y *desintermediación* que se ha producido en el sistema financiero español en los últimos años, y cuyo principal protagonista ha sido el propio sector público.

Las restricciones impuestas por el agregado monetario objeto de control de la política monetaria y los mayores riesgos asumidos por las instituciones —y el lógico deseo de buscar mecanismos para su cobertura, compartiéndolos con el resto del mercado— que la mayor liberalización y des-

regulación comportan, el despertar de la conciencia financiera de los ciudadanos y los efectos, aún incipientes, de nuestra adhesión a la Comunidad Europea son razones que explican la creciente innovación producida en España, en un proceso que está en línea con el seguido en los diferentes mercados internacionales. Una innovación que ha discurrido por la vía creciente de la desintermediación.

Los títulos hipotecarios, los bonos bancarios, los pagarés bancarios, las letras negociadas en Bolsa, los pagarés de empresa, pero sobre todo los pagarés del Tesoro, son brotes característicos de la innovación financiera. Y es claro que el desarrollo de nuevos activos ha llevado consigo paralelamente la evolución de los mercados donde éstos se negocian. Los últimos años han sido testigos de una creciente consolidación de los mercados a corto plazo y la correlativa aparición de intermediarios que operan en los mercados monetarios —SMMD, *dealers*, *brokers*, etc.— forjando mercado y dando fluidez y transparencia a las operaciones.

Pero también, sobre todo en los años más recientes, se han ido consolidando los mercados a largo plazo, como medio de constituir un eslabón de liquidez en los títulos emitidos a mayor plazo de vencimiento.

Dentro de ese panorama es particularmente interesante el avance experimentado por los mercados de deuda pública, cuya experiencia y perspectiva relata en su artículo Raimundo Ortega.

Desde 1982, se ha seguido en España una política de endeudamiento público que perseguía consolidar un tipo de deuda a corto plazo que detuviera la monetización del déficit por la vía de la financiación directa en el mercado de capitales —es decir, desintermediando— y que al mismo tiempo aportara un instrumento útil para el control monetario mediante una política de mercado abierto. Por otra parte, la política de deuda pretendía ordenar las emisiones a largo y medio plazo, afinando sus viejas y anquilosadas técnicas.

Una política de deuda pública tan ampliamente concebida no es labor de un día, y por ello no es extraño que queden aún pendientes distintos temas por resolver en forma definitiva, sobre todo teniendo en cuenta que la Ley sobre Régimen Fiscal de Activos Financieros influiría negativamente en la construcción de ese esquema.

Es aún preciso, por ello, fijar definitivamente el cuadro de los instrumentos financieros del sector público y regularizar el calendario de sus emisiones, introduciendo mejoras en el funcionamiento de los mercados, tales como la instauración del ya regulado sistema de anotaciones en cuenta para la deuda a medio y largo plazo, que les doten de un mecanismo ágil y económico de emisión y negociación. Pero también es importante la potenciación del mercado secundario, dando liquidez y transparencia a sus operaciones.

Posiblemente un diseño de esta naturaleza permitiría mejorar la financiación del déficit público, mediante la emisión regular de deuda a medio y largo plazo con destino a las carteras de tenedores privados y, por tanto, siempre que no existan interferencias fiscales que compliquen el

esquema, facilitaría la instrumentación de una política monetaria más efectiva y simétrica a la hora de inyectar o extraer liquidez.

Es claro que en la tendencia a la formación de un mercado potente de deuda pública —como afirman Ezquiaga, Ramírez y Soriano— los pagarés del Tesoro han desempeñado un papel importante.

La legislación fiscal que otorgaba a este activo un especial tratamiento desnaturalizó su papel financiero —al constituirlo en el típico reducto de la opacidad fiscal— reduciendo su rentabilidad, desconectándole de los restantes mercados y desprovoyéndole de su papel de instrumento de gestión de tesorería.

El tema es importante, toda vez que la caída en la rentabilidad de los pagarés del Tesoro ha generado comportamientos de cesión desde los bancos a los particulares, con la correspondiente pérdida de efectividad como instrumento de control del agregado monetario.

Parece, por tanto, que el final de este proceso apunta en una doble dirección. Por una parte, al mantenimiento de un flujo constante y regular de emisiones a medio y largo plazo que permitan una financiación adecuada del déficit. Por otra parte, a la creación de un nuevo instrumento a corto plazo —la letra del Tesoro— que permita una instrumentación conveniente de la política monetaria.

Dos acciones distintas que requieren la obvia coordinación entre Tesoro y Banco de España para su implantación sin problemas ni sobresaltos en el sistema financiero español.

Pero la innovación no es patrimonio exclusivo del sector público. También se ha producido en el privado. La innovación financiera privada nace con una triple pretensión: abaratar los costes de financiación de inversiones para la empresa privada, reducir los costes a corto plazo de las necesidades de circulante y penetrar en el proceso de desintermediación. El instrumento básico ha sido el pagaré de empresa, sobre cuyas características, evolución y posibilidades versa el trabajo de José Luis Campos.

En los últimos años, el crecimiento de este nuevo activo financiero ha sido espectacular, llegando a ocupar un papel mayor en las carteras privadas que los pagarés del Tesoro. Una vez más, las disposiciones sobre régimen fiscal de activos financieros dejaron sentir sus efectos sobre el sistema financiero, marcando, entre mayo y agosto de 1985, el declive de este nuevo mercado, sustituido por los pagarés del Tesoro cuyas condiciones fiscales eran superiores.

La posterior reducción de rentabilidad de los pagarés del Tesoro inicia una recuperación de los pagarés de empresa, cuyo futuro dependerá en buena medida de los nuevos activos del sector público y de la actitud bancaria respecto a su papel futuro.

LA PARTICIPACION
DEL SISTEMA
FINANCIERO
ESPAÑOL EN
LA INNOVACION
DE LOS MERCADOS
INTERNACIONALES

El aspecto más significativo del sistema bancario internacional en la última década es la profunda transformación que ha experimentado como consecuencia de la aparición —tal vez habría que decir eclosión— de nuevos instrumentos, y como resultado de la situación conflictiva del endeudamiento de muchos países en el marco internacional. No tiene por ello nada de extraño que las estructuras del riesgo bancario no afrontaran en la mejor de las situaciones el comienzo de la presente década.

En este concierto de incertidumbre y riesgo, el sistema bancario español se encontraba en una situación relativamente privilegiada, pues, como afirman Antonio Sánchez-Pedreño y Gonzalo Gil, «las instituciones bancarias españolas, sujetas a una regulación relativamente estricta de sus actividades *off-shore*, sufrieron en menor medida que otros sistemas bancarios los indeseables efectos sobre niveles de riesgo, tanto del acelerado proceso de innovación y transformación financieras como del brutal cambio en el escenario del endeudamiento externo de muchos países al comienzo de la presente década».

Posiblemente la normativa cautelosa y restrictiva que regulaba la actividad internacional de los bancos y el tardío y limitado acceso a la misma de las cajas de ahorros, por sus peculiaridades operativas y regionales, han estado en la base de lo que algunos han denominado, en comparación con otros sistemas bancarios, la *xenofobia* del sistema español.

Entre 1977 y 1986, sin embargo, la apertura de nuestras instituciones al exterior ha sido notable. Los activos sobre el exterior han pasado de 14.348 millones de dólares a finales de 1979 a 23.814 a finales de 1986, lo que supone un crecimiento del 66 por 100. Los mayores aumentos relativos se han experimentado en la tenencia de títulos, seguida de los créditos. Los pasivos exteriores han aumentado en ese mismo periodo algo menos de un 30 por 100, siendo el mayor crecimiento el experimentado por la partida de acreedores, que casi se ha duplicado.

Ese alto ritmo de expansión de las actividades internacionales del sistema bancario español —en pesetas y en moneda extranjera— va acompañado además de dos rasgos importantes: la tendencia hacia un cierto equilibrio en la posición neta de activos menos pasivos y el desarrollo de una posición acreedora respecto al sistema bancario internacional.

No parece una predicción arriesgada suponer que la adhesión de España a la Comunidad Europea y la liberalización consiguiente de los movimientos de capital van a otorgar a la banca española un marco más libre y flexible para operar en el mercado financiero comunitario e internacional, en general, haciéndola participe del creciente proceso de innovación que éstos están experimentando.

Posiblemente sea éste —el de la innovación en los mercados internacionales— el hecho más importante que caracteriza en el momento presente al marco financiero internacional, y justifica que dediquemos a su consideración algún espacio.

Los mercados financieros internacionales constituyen, de suyo, un campo abonado a la innovación, porque, a diferencia de los mercados internos, el nivel de regulación y de limitaciones es muy inferior o no existe.

Esta es una importante raíz del fenómeno innovador en los últimos años, cuya gran extensión llevó a los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Diez a constituir, a principios de 1985, un grupo de trabajo, en el seno del Banco Internacional de Pagos para examinar las recientes innovaciones en el comportamiento de la banca internacional.

El informe de dicho grupo, publicado en abril de 1986, establece un marco general para juzgar las implicaciones de ese proceso en la evolución de la estructura del funcionamiento del sistema bancario internacional. Agrupa las novedades en cuatro principales líneas:

1.^a Las *Note Issuance Facilities* (NIFs), que comprenden las *Euronotes*, los *Revolving underwriting Facilities* (RUF) y las *Notes purchase facilities*.

Se trata, en definitiva, de un compromiso a medio plazo en virtud del cual un prestatario puede emitir papel a corto plazo, y en el que un grupo de bancos asegurador se compromete tanto a adquirir los títulos que el prestatario no haya podido colocar como a la provisión de créditos *standby*.

2.^a Operaciones *swaps* de divisas y de tipos de interés. Es decir, un tipo de transacción financiera en virtud de la cual dos partes acuerdan intercambiar flujos de pago en el tiempo. En los *swaps* de divisas hay intercambio de cantidades de monedas, mientras que en los *swaps* de tipos de interés son los flujos de intereses el objeto de intercambio sin que en ningún momento se proceda al intercambio del principal.

3.^a Opciones sobre divisas y tipos de interés. Son contratos que incorporan el derecho —no la obligación— de comprar o vender un instrumento financiero específico a un precio determinado en una fecha o período futuro.

4.^a Acuerdos sobre tipos de interés a plazo (FRA), en los que las partes contratantes se ponen de acuerdo sobre el tipo de interés de los depósitos a un determinado plazo a partir de una cierta fecha.

Un análisis detenido de éstos y otros instrumentos recientes puede encontrarlo el lector en la colaboración del profesor Emilio Ontiveros que se recoge en este número.

Tres rasgos fundamentales han presidido esta evolución, que nace en respuesta a la incertidumbre creciente de los mercados y las situaciones creadas por los problemas de balanzas de pago en muchos países; son los siguientes:

a) La creciente tendencia a la titularización (*securitization*), es decir, la sustitución del crédito tradicional por la emisión de títulos movilizables en el mercado, como un elemento de seguridad.

b) La interconexión y difusión del riesgo que tales instrumentos permiten, como respuesta a las incertidumbres de los mercados.

c) El papel creciente de las operaciones denominadas de «cuentas de orden» (*off balance-sheet*), que en muchos casos sólo implican compromisos y no créditos directos que supongan desembolsos inmediatos para las instituciones.

Un proceso de creación que, posibilitado por la desregulación creciente de los sistemas financieros y los avances —y reducción de costes— de la teleinformática, está produciendo una creciente integración de los mercados financieros mundiales.

LA EVOLUCION Y RESULTADOS DEL SISTEMA BANCARIO

El fuerte proceso de innovación que ha experimentado el sistema financiero español en los últimos años, que ha tenido, además, su plataforma de actuación dentro de la línea de la *desintermediación*, ha inducido cambios importantes en la estructura del negocio bancario y tiene el consiguiente reflejo en las cuentas de resultados de las instituciones.

Durante los tres últimos años, la tasa media de crecimiento del volumen de actividad del sistema bancario ha sido 14,21, con un notable descenso de las tasas anuales (20,04 en 1984, 13,81 en 1985 y 8,77 en 1986) como fruto del proceso de desintermediación, tal como señalan en su colaboración Miguel Angel Almazán y Fernando Vargas. El margen de explotación ha sido creciente —salvo el bache de 1985— a una tasa media del 14,60, y un mayor crecimiento se acusa en el ritmo de variación medio de los beneficios antes de impuestos (25,05) como fruto de la mayor aportación de los rendimientos atípicos y las menores necesidades, en los últimos años, de provisiones y saneamientos, en relación a los activos medios totales.

La evolución seguida por el margen de explotación es fruto continuado de diversos factores. Julio Arranz destaca el propio decrecimiento en el volumen de negocio, las variaciones experimentadas por la mejora en la estructura interna del balance que ha comportado la reducción de los coeficientes de inversión obligatoria, la mayor demanda de crédito interno y la creciente presencia de las instituciones en el mercado de renta fija, y señalamos finalmente el deterioro del margen de intermediación como fruto de la mayor reducción en los tipos de interés activos que en los pasivos.

Dentro, sin embargo, de esta visión global, el comportamiento de cada clase de instituciones ha sido muy distinto:

En la banca privada se ha producido una reducción del margen financiero, lo que se inscribe en una tendencia al estrechamiento, aunque con oscilaciones, y que en los últimos años ha sido la lógica consecuencia de la reducción de los tipos de interés y la debilidad interna de la demanda de crédito, al mismo tiempo que las elevaciones practicadas en el coeficiente de caja y los efectos de la implantación del coeficiente de pagarés del Tesoro.

En este marco, es evidente que la banca ha debido sacrificar *crecimiento a rentabilidad*, lo que ha permitido en 1986 una recuperación del margen de intermediación, en cuya base se encuentran otros factores, tales como la reducción del peso de los coeficientes, sobre todo por la vía de

la reducción de la base computable al excluir la cesión de activos. También el pulso de la demanda de crédito ha experimentado en 1986 cierta reactivación, y la mayor reducción de los tipos pasivos —que han tomado como referencia la rentabilidad de los pagarés del Tesoro— frente a la reducción más limitada de los tipos de las operaciones activas.

Si a estas circunstancias se suman la contención de los gastos de transformación, los excelentes resultados del mercado bursátil y las menores necesidades de saneamientos, tendremos las claves de la mejora experimentada por los beneficios antes de impuestos de la banca española.

Como acertadamente señala Rafael Termes en su documentado artículo, el futuro en la evolución positiva a corto plazo es incierto, toda vez que ha de apoyarse en el incremento de los productos por servicios —a los que la actual situación del mercado impone límites obvios— y la reducción de los costes de transformación, que es un proceso a largo plazo.

El caso de las cajas de ahorros es sustancialmente diferente, como el lector puede comprobar en el extenso y minucioso estudio de Manuel Lagares. Sus mayores márgenes las han permitido compatibilizar en los últimos años un *crecimiento con mayor rentabilidad* aunque sea un crecimiento con cierta desaceleración. Pero es obvio que las diferentes circunstancias de partida las han permitido mantener una actuación medidora de corte más clásico que las ha conducido a una sustancial ganancia en la cuota de mercado tanto en activos totales (1984: 27 por 100; 1985: 28 por 100; 1986: 30 por 100) como de pasivos en pesetas (1984: 35 por 100; 1985: 38 por 100; 1986: 39 por 100), con un aumento promedio de activos en el trienio del 18,78, que contrasta con el 12,25 por 100 de la banca.

Pese a la tendencia general al estrechamiento del margen de intermediación hasta 1985, la relativa contención de los gastos de explotación y el crecimiento de los resultados atípicos hacen que el excedente antes de impuestos siga representando una proporción sobre activos totales medios superior a la que arroja la cuenta de resultados de la banca, lo que las ha permitido aumentar en forma notable sus saneamientos y dotaciones a fondos de pensiones.

Un dato muy importante estriba en que en 1986 el crecimiento de las cajas de ahorros se ha producido con una mejora en el margen de intermediación, una ralentización en la marcha ascendente desde 1981 de los productos ordinarios netos —que incorporan las comisiones por servicios— y una tendencia decreciente en la productividad, por el mayor crecimiento de los gastos de explotación, y particularmente los de personal, que constituyen los retos más significativos de cara al futuro.

Más difícil es valorar la evolución del sector cooperativas de crédito, cuya relativa estabilidad en su cuota de mercado va acompañada por problemas de garantía y solvencia heredados del pasado y a los que se intenta poner remedio —al menos en el subsector más importante de las cajas rurales— mediante su saneamiento y su integración en otras entidades más sólidas.

Una parte importante de ese proceso de saneamiento de las cajas rurales discurre al hilo de su actuación consorciada con el Banco de Crédito Agrícola. Un modelo cooperativo peculiar que, a la par que colabora a la revitalización del crédito agrícola cooperativo, ha intentado actuar como elemento dinamizador de la estructura burocrática y centralizada tradicional del propio Banco. Las características de ese planteamiento, su problemática y su evolución futura, que se plantea entre los extremos alternativos de la continuidad y la privatización, se describe en el artículo de José Barea en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

Un tema distinto y singular es el relativo a la banca extranjera, que se trata de exponer al lector en las colaboraciones de dos expertos en el tema: Javier Abad y Dieter Joswig. Nacida al amparo del R.D. de 23 de junio de 1978, con importantes limitaciones, y extendida su presencia por el camino indirecto de la adquisición de bancos españoles en saneamiento, cabe poca duda de que la banca extranjera ha sido uno de los más importantes factores estimulantes a la renovación del sistema financiero español en los últimos años.

Entre 1983 y 1985 la actividad de los bancos extranjeros en España ha ido creciendo con tasas superiores a la media hasta consolidar su participación en los activos totales medios del sistema en torno al 11 por 100. A la par de ese crecimiento ha ido consolidando su participación en el total de créditos en pesetas —donde ha sido significativa su agresividad en el liderazgo de operaciones sindicadas— y correlativamente ha ido reduciendo la proporción de operaciones en divisas.

Otras notas características de su evolución han sido su posición típicamente deudora en el mercado interbancario, su fuerte actuación en el mercado de valores como suscriptora y colocadora de títulos y el espectacular crecimiento de la captación de recursos de clientes como fruto de su dinamismo innovador, como elemento para suplir la escasez de oficinas previstas en el actual ordenamiento, y su vitalidad en el mercado de cesiones temporales de activos.

Desde 1984 la banca extranjera ha ido incrementando su margen de intermediación. El beneficio neto sobre el total de activos ha aumentado desde el 0,41 en 1983 hasta el 0,71 en 1985 y 1986, siendo el dato más característico el reducido nivel de los costes de transformación, que en 1986 representaba el 1,50 del total activo frente al 2,84 de la banca nacional.

Cabe poca duda de que, de cara a la potenciación de la competencia que paulatinamente se irá derivando de la adhesión española a la Comunidad Europea, la banca extranjera se encontrará en una situación ventajosa, a la luz de sus cuentas de resultados, fruto de su capacidad de reacción e innovación aun en un marco de limitaciones operativas como el actual.

Los hechos y circunstancias que antes han sido relatados han originado cambios importantes en la propia estructura de la actividad de las entidades de depósito. Cambios perceptibles que tienen, como es lógico, su traducción contable en los balances y cuentas de resultados de las entidades.

Sin embargo, esas alteraciones a las que se ha hecho referencia tienen en muchos casos como punto de partida las variaciones experimentadas por el marco normativo —legislativo y reglamentario— en el que las instituciones desarrollan su actividad, ya que en unas ocasiones las han posibilitado y en otras son su consecuencia directa.

Los trabajos de Joaquín Latorre, y Miguel Angel Almazán y Fernando Vargas nos refieren con extensión esta continuidad de la reforma de las normas financieras en los dos últimos años. Es evidente que ciertas modificaciones de normas, por razón de política monetaria, tienen una inmediata repercusión sobre las instituciones; tal es el caso de la Orden de 10 de marzo de 1987, que cambia en forma sustancial la base de cómputo del coeficiente de caja.

Sin embargo, con referencia a aquellas disposiciones directamente encaaminadas hacia las entidades de depósitos, se puede apreciar en ellas —con independencia de su diverso rango normativo— cinco líneas principales de las reformas introducidas en los últimos dos años.

1.^a Las que afectan al propio marco institucional del sistema. Sin duda la más importante es la introducida por la Ley 31/1985, que altera en forma polémica la composición de los órganos rectores de las cajas de ahorros.

2.^a El avance en el espíritu de liberalización y flexibilización del sistema eliminando o reduciendo trabas a su funcionamiento constituye una segunda línea básica integrada por normas tales como la reciente O.M. de 3 de marzo de 1987, que liberaliza los tipos de interés y comisiones; el R.D. 321/1987, que reduce y homogeneiza el coeficiente de inversión obligatoria; el R.D. 1.370/1985, que reformula el principio de libertad de expansión de las entidades; el R.D. 322/1987, que simplifica el sistema de apoyo al crédito a la exportación, y diversas circulares del Banco de España ampliando el margen de libertad en la obtención por instituciones y residentes españoles de recursos en divisas admitidos a cotización en el mercado español, y simplificando el régimen de las cuentas extranjeras en pesetas.

3.^a La búsqueda de la mayor solvencia y garantía de las entidades en un mundo incierto y cada vez más complejo tiene su reflejo en la nueva regulación de los recursos propios establecida por la Ley 13/1985, y la fijación más estricta de las normas contables sobre provisiones riesgo-país, insolvencias y fondos de pensiones del personal activo de las entidades que aportan varias circulares recientes del Banco de España.

4.^a El reforzamiento de la supervisión financiera se manifiesta tanto en las nuevas normas sobre balances públicos y confidenciales para ban-

MODIFICACIONES NORMATIVAS EN EL SISTEMA FINANCIERO

cos y cajas de ahorros como en la reciente creación (O.M. 3 de marzo de 1987) del Servicio de Reclamaciones del Banco de España.

5.^a Finalmente, el R.D. Legislativo 1.298/1986 y el R.D. 184/1987 tratan de ajustar, como fruto de los compromisos derivados de la adhesión española a la Comunidad Europea, ciertas normas financieras a las directrices comunitarias, dentro de los términos del Tratado de Adhesión.

El amplio conjunto de disposiciones reseñadas —y Joaquín Latorre recoge en su minucioso trabajo muchas más— no deja de ser revelador de un dato, que reiteradamente se pone de manifiesto ante quienes, por cualquier tipo de razón, se acercan al sistema financiero. Nos referimos a la complejidad —y, al tiempo, debilidad— de su ordenamiento jurídico. Si hubiera que definir en pocas palabras su situación normativa, bien podría decirse que faltan leyes y sobran disposiciones administrativas.

Faltan leyes porque no se han cumplido previsiones de tanta importancia como la contenida en la Disposición Adicional de la Ley 30/1980, de 21 de junio, de Organos Rectores del Banco de España, en la que se preveía la remisión a las Cortes Generales de un proyecto de Ley que actualizara y complementara las disposiciones relativas a la naturaleza, régimen jurídico, funciones y actuación del Banco de España. Continuamos, así, moviéndonos en un marco legislativo incompleto y desfasado en el que la rapidez con que los hechos se manifiestan desborda el buen orden exigible del ordenamiento jurídico. Buen orden que exige, de una parte, conocer con precisión los poderes que corresponden a la autoridad monetaria para el desarrollo de sus funciones, evitando, en la medida necesaria, que la agilidad en su actuación, imprescindible para todo banco central moderno, pueda verse coartada o impedida por condicionamientos no estrictamente técnicos. Y de otra, fijar asimismo claramente lo que pueden y no pueden hacer las otras instituciones financieras integrantes del sistema, estableciendo un cuadro de sanciones eficaces para impedir la realización de actividades que perturben su correcto funcionamiento.

La fijación de este cuadro legal básico es ya una tarea, pendiente y urgente, que no cabe sustituir mediante retoques reglamentarios a través de disposiciones administrativas, en muchos casos de rango inferior, que se ven forzadas a exceder su ámbito operativo precisamente por la falta de textos legales adecuados.

Nuestra legislación financiera y crediticia reclama una atención preferente, que hasta ahora no se le ha prestado con el rigor y la dedicación debidos y que, naturalmente, no sólo no es obstáculo para el proceso de liberalización del sistema, sino que más bien es requisito indispensable para su correcto desenvolvimiento, puesto que los avances por los caminos de la mayor libertad y flexibilidad comportan mayores riesgos, que exigen intensificar la línea de supervisión encaminada a reforzar la solvencia y garantía de los intermediarios de cara a su actuación en los diferentes mercados.

Desde el punto de vista de la mayor libertad en la actividad de las entidades de depósitos, pocos temas tienen el relieve y conectan tan direc-

tamente con las reiteradas aspiraciones de las diferentes instituciones como el relativo al coeficiente de inversión obligatoria. Este destacado interés es el que anima al detallado repaso de sus modificaciones que ofrece el trabajo de **Raimundo Poveda**, y que van desde su unificación y reducción, establecida en 1985, hasta su práctica desaparición en virtud del R.D. 321/1987, de 27 de febrero, trabajo que cierra el apartado que se dedica a la revisión de la modificación producida en la normativa financiera en los últimos dos años.

Al conjunto de colaboraciones, **PAPELES** ha añadido en esta oportunidad, como en otras ocasiones, una serie de opiniones seleccionadas entre los que viven las realidades del mundo financiero, con objeto de que transmitan a nuestros lectores sus útiles valoraciones personales para incorporarlas al balance del sistema financiero.

La encuesta ha sido montada con carácter selectivo y abierto en la forma de plantear las preguntas. Se ha tratado así de obtener una valoración amplia y personal de los problemas que definen la situación actual del sistema financiero español.

El resultado marca con claridad un importante conjunto de acuerdos: las coincidencias superan notoriamente a las disparidades de criterio. Y así, prácticamente todas las opiniones consultadas confirman como elemento fundamental de cambio en el sistema el proceso liberalizador y, con plena congruencia, señalan la importancia que la implantación de la banca extranjera en España ha tenido para potenciar la competencia y como cauce de entrada de innovaciones financieras. Al tiempo, algunas opiniones adelantan sus dudas respecto de nuestra preparación para afrontar el reto que supone la integración en los mercados internacionales y, en cualquier caso, acentúan la importancia de un esfuerzo apreciable para su mejora radical.

En segundo lugar, resalta, en una u otra respuesta a las preguntas planteadas, la preocupación máxima que en quienes viven en el sistema financiero suscita el déficit público. Sus consecuencias sobre la inflación esperada y sobre los tipos de interés obsesionan a quienes, profesionalmente, conocen bien sus efectos. Sus respuestas, en este punto, se unen a los criterios que mantienen sobre la política de deuda pública.

En materia de mercados, todas las opiniones recaban que, en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados, el Banco de España actúe regulándolos e impulsándolos, pero sin asumir una postura intervencionista, en completa concordancia con la aspiración general de continuación del proceso liberalizador. Asimismo, las opiniones que ofrecemos ponen de manifiesto la necesidad de sociedades de *rating* que contribuyan a una más apurada valoración de los riesgos.

La financiación empresarial, a través del proceso de desintermediación y del acceso a la Bolsa, constituye el último punto sobre el que los encuestados se pronuncian, aceptando, en general, que la desintermediación ha actuado como un profundo revulsivo del sistema y mostrando

**UNAS OPINIONES
SOBRE
LA SITUACION
ACTUAL
DEL SISTEMA
FINANCIERO
ESPAÑOL**

las dificultades que se vienen oponiendo a un más fácil acceso a los mercados de valores de los títulos representativos del capital empresarial.

* * *

Como todo balance, este que hoy ofrecemos a nuestros lectores sobre la situación actual del sistema financiero español registra aspectos positivos de avance en el planteamiento y soluciones de algunos de los problemas más importantes —sean los de la política monetaria o los del proceso de liberalización e innovación del sistema financiero— y aspectos negativos —las perplejidades y dificultades de la política monetaria o los agobios que al proceso de modernización del sistema financiero crea el persistente déficit público. Sin embargo, es al lector a quien corresponde ahora realizar su propia *auditoría* de este balance que, para un mejor conocimiento de nuestro sistema financiero, ofrece el presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.