



## **OPINIONES**

Las opiniones que, sobre la situación actual y el previsible desarrollo de nuestro sistema financiero, se ofrecen al lector tratan de mostrar un panorama de lo que piensan los responsables directos de la gestión de fondos, seleccionados básica y precisamente por su cualificación profesional y su cercanía al funcionamiento real y diario del sistema. Desde la perspectiva propia de cada puesto de observación se ha buscado un conjunto de puntos de vista que subrayen con claridad dónde está y hacia dónde puede ir nuestro sistema financiero, valorando cualitativamente los hechos que se han venido produciendo en su evolución reciente, y que pueden ser objeto de distintas apreciaciones en función de la experiencia personal y directa de cada encuestado.

Carlos ARENILLAS  
LORENTE

Socio Director de Corretaje e Información Monetaria de Divisas (CIMD).

*¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?*

Dado que la pregunta sólo inquiriere acerca de *el* elemento, en singular, me veo obligado a resolver un problema de orden jerárquico, asunto que no domino con soltura. En cualquier caso, creo que este elemento ha sido la implantación y desarrollo, en los últimos años, de un *mercado secundario*, profundo y arraigado, de deuda del Estado a corto plazo —los famosos pagarés del Tesoro—, apoyados sobre un sistema de *anotaciones en cuenta*, y sobre un mercado de emisión de títulos mediante *subastas competitivas* en las que el precio es fijado por los demandantes. Las consecuencias posteriores de este hecho en los hábitos de los mercados monetarios, en la formación de los tipos de interés y en las relaciones entre los participantes en estos mercados, han sido de una importancia singular.

*¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?*

A mi entender, esta pregunta afecta a dos cuestiones. En primer lugar, hace falta responder acerca de la bondad o no de dicho proceso, cuyo inicio puede situarse en la segunda mitad de los años setenta, y, en segundo lugar, la pregunta afecta a la situación actual de ese proceso.

Respecto a la primera cuestión, mi opinión es, sencilla y llanamente, *positiva*. Creo que es

positivo y deseable, en general, avanzar en una línea de menor intervencionismo en los mercados financieros nacionales y favorecer la especialización por vocación de los propios participantes. La desintermediación bien controlada por los propios protagonistas siempre favorecerá a los mercados y a sus participantes, obteniendo situaciones más óptimas en la formación de los precios de los activos negociados y en la asignación de los recursos financieros generados por el país.

*¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.*

En términos generales, positiva. Como ya señalé, para mí el elemento de cambio-liberalización más importante en los últimos años fue la implantación de profundos y arraigados mercados secundarios de títulos públicos (los PT) apoyados en un sistema de anotaciones en cuenta, dotando a los títulos a corto plazo del Estado de una gran liquidez, y colaborando a la formación en nuestro país de una curva de tipos de interés-plazo cada vez más congruente, así como vertebrando los mercados privados.

Ahora bien, en los últimos dos años la política de deuda del Estado parece haber entrado en un período de hibernación, la brillante experiencia iniciada por los PT se ha visto, por un lado, condicionada por, llamémoslo así, «problemas fiscales», y, por otro, su lógica continuidad en mercados semejantes en plazos superiores (bonos y obligaciones) se está viendo alarmante e incomprensiblemente retrasada.

*¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?*

A menudo, en nuestros mercados financieros se le ha pedido al Banco de España, o se le ha dejado, o, si lo prefieren, se le ha obligado a tener un protagonismo que me *atrevería* a calificar de excesivo, y digo esto, no porque sea el espíritu de los órganos de gobierno del Banco de España, sino porque, desgraciadamente, la iniciativa privada no ha actuado muchas veces con la creatividad esperada. Estas consideraciones vienen al caso en el tema de los mercados financieros privados.

Estoy convencido de que sobre la necesidad de éstos existe un amplio consenso de opinión, incluida la del Banco de España, pero su desarrollo se ve obstaculizado por dos tipos de factores. El primero se refiere a los problemas de orden jurídico y fiscal. Por ejemplo, va a ser difícil encontrar soluciones prácticas y operativas con una ley de activos financieros como la que está en vigor en la actualidad, o con unos aranceles decimonónicos en concepto de fe pública.

El segundo se refiere a lo que al comienzo calificaba de falta de agresividad de la iniciativa privada. También hay consenso sobre lo indispensable de proceder a crear sociedades de *clearing* que agilicen la contratación de los activos privados, o sobre la conveniencia de crear sociedades de *rating* independientes que faciliten la cualificación de riesgo; pero no se crean.

La conclusión de todo ello es que en este tema el Banco de España puede alentar iniciativas en el desarrollo de los mercados financieros privados, pero su la-

bor debería limitarse a supervisar su funcionamiento, a fin de que no produzcan riesgos innecesarios en la evolución del sistema financiero general, y no suplantar el protagonismo creativo que debería tener en estos temas la iniciativa privada.

*¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación. Y ¿a qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?*

Definitivamente no. Los motivos son múltiples y creo que ampliamente conocidos.

Por su importancia, a mi entender, destacaré la falta de una *información financiera* transparente y, por tanto, sistematizada y regular, y la no existencia de sociedades de *rating* privadas e independientes.

Sin lugar a dudas, esto hace que un gran porcentaje de compañías de tamaño medio, e incluso grande, no puedan ponerse en contacto con los mercados financieros de activos privados para así financiarse. Los riesgos, claro está, ante la falta de información transparente y cotejable, son altos para los posibles demandantes de títulos y esto alimenta el problema inicial, creándose una situación de estancamiento y aletargando la «educación financiera» del mercado nacional.

*A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?*

Para alguien que, como yo, trabaja en los mercados moneta-

rios, resulta algo recurrente esta pregunta; en cualquier caso, emitiré mi —un tanto apasionada— opinión: *altamente positiva*. Destacaré dos niveles:

- El *técnico*. La introducción de la banca extranjera, hace ya ocho años, ha supuesto un importantísimo revulsivo en el área de los mercados monetarios, pues su función en ellos, a pesar de sus limitaciones, ha sido enormemente creativa, a la par que ha colaborado, por principio de competencia, a desarrollar determinadas áreas de nuestro sistema crediticio.

- El *profesional*. Es éste un aspecto que no se ha valorado en su justo peso. La banca extranjera ha supuesto una magnífica escuela para muchos profesionales españoles. Se pueden contar por docenas el número de profesionales que han prestado sus servicios en algún área de algún banco extranjero establecido en España; muchos de ellos están trabajando actualmente en compañías españolas (bancos y empresas públicos y privados, SMMD, instrumentales, compañías de seguros, *brokers*, etcétera), e introduciendo, de alguna manera, en su trabajo, técnicas que han sido aprendidas y practicadas en los años que trabajaron en los bancos extranjeros.

*¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?*

Enfrentando los momentos actuales, el comienzo del nuevo año 1987, resulta difícil creer en la viabilidad del 5 por 100 de inflación prevista por el gobierno. Si tenemos en cuenta datos tan preocupantes como el déficit público, el precio del crudo, la no existencia de un acuerdo ge-

neral sobre el aumento salarial, etc., el panorama no parece halagüeño. Pero el ajuste de nuestra economía debe seguir y nadie puede negar la importancia que para España tiene reducir este año drásticamente el diferencial de inflación con los países de la OCDE. Por tanto, hay que optar por defender que se debería utilizar con más «generosidad» la política monetaria en el *cocktail* de 1987.

La conclusión de este elemental argumento lleva a contestar la pregunta diciendo que, de ir todo bien, los tipos de interés se verán presionados al alza en la primera mitad del año por motivos de la necesaria política monetaria, y deberán descender con suavidad, pero decididamente, en la segunda mitad, caso de haber conseguido descensos significativos en el índice de precios durante el primer semestre.

## Pedro GARCIA FERRERO

Presidente Ejecutivo de Sociedad de Intermediación de Activos Financieros, S.A. (SIAF).

*¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?*

Depende del período que se considere. Si como «últimos años» tomamos, por ejemplo, los últimos cinco, yo diría que el factor decisión del Tesoro de crear un mercado de financiación de sus déficit de tesorería. Me refiero, naturalmente, a los pagarés del Tesoro y a las innovaciones técnicas que a su introducción vinieron asociadas. Si,

por el contrario, tomamos un período mayor, es obvio que el «elemento de cambio-liberalización» que pide la pregunta ha sido la propia decisión política, en sentido amplio, de poner rumbo hacia un sistema más abierto a las fuerzas de mercado.

En realidad, los factores que hemos destacado, en uno y otro horizonte retrospectivos, no difieren en su naturaleza y deben considerarse jalones en la aplicación y desarrollo de un diseño o modelo, planteado como objetivo a largo plazo. Debo decir que la perspectiva histórica que supuso la adopción de este modelo, a principios de la pasada década, se ha mantenido inalterada con sorprendente coherencia, a pesar de las constantes interferencias, principalmente de orden fiscal, que han tenido lugar. Con signo negativo, yo singularizaría, en este sentido, la Ley de Activos Financieros como el retroceso más grave y como la mayor amenaza para aquel objetivo.

Tal vez no sea éste el lugar de justificar *in extenso* la elección de los pagarés del Tesoro como el factor de cambio singularmente más importante en la perspectiva de la liberalización del sistema financiero. Sólo por defenderme de la posible acusación de arbitrariedad aduciré aquí el papel decisivo que su introducción jugó en la «sutura» del mercado de coeficientes o reservas bancarias y el de créditos, escandalosamente divorciados hasta ese momento. La relación entre estos dos mercados no parece entenderse generalmente: se olvida el hecho determinante de que el coste de un depósito no es más que el de oportunidad de los coeficientes que lleva consigo.

*¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?*

Creo que el tema de la desintermediación hay que verlo en la perspectiva de la evolución general del sistema financiero.

La primera precisión que hay que hacer es que la intermediación en sentido amplio, entendida como emisión de activos financieros, se ha mantenido bastante estable (con ligera disminución en términos relativos), como lo demuestra la cifra de variación de activos financieros de «empresas no financieras y familias», que ha oscilado en los últimos cuatro años en torno a los tres billones de pesetas. Por el contrario, la intermediación en sentido estricto, definida como el paso de los flujos a través del balance de las entidades de depósito, ha seguido aumentando en términos de porcentaje de la cifra total de variación de activos hasta 1984, inclusive. En 1985, por el contrario, se ha producido un brusco descenso —del 79 por 100 al 40,57 por 100— que hay que atribuir a la masiva transformación de pagarés bancarios en pagarés del Tesoro. Este proceso ha tenido un carácter tan atípico y único que habrá que esperar a los años sucesivos antes de aventurar conclusiones sobre el alcance y significado de la tan cacareada desintermediación bancaria. Por lo pronto, los depósitos han empezado a aumentar en los últimos meses.

Aun en el caso de que la evolución en años sucesivos confirmara la pérdida de protagonismo de los depósitos bancarios como fórmula favorita de inversión de empresas y familias, habrá que determinar qué parte de los activos no bancarios intermedian las entidades de depósi-

to en su calidad de suministradores de servicios financieros —no olvidemos que en España estamos en presencia de un caso de «banca universal»—, antes de lanzar las campanas al vuelo en honor de los nuevos intermediarios. Todo esto sin menoscabo de su papel de revulsivo en la transformación del sistema financiero español.

*¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.*

Muy favorable, si tenemos en cuenta su limitado campo de acción y las constantes interferencias en él del sistema fiscal español, que ha sido, durante el período considerado, cambiante, imprevisible e incongruente. A pesar de ellas, basta volver la vista atrás, a la situación que el Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores (1978) describía, para darse cuenta de los progresos realizados. El principal ha sido, desde luego, el abandono de un sistema concertado con las entidades de depósito, que, entre otras muchas deficiencias, tenía la de aislar al principal emisor de las fuerzas del mercado, impidiendo, con ello, que apareciera una estructura razonable de tipos de interés de renta fija articulada en torno a lo que en todos los sistemas evolucionados ha constituido espina dorsal: la deuda pública.

También en este caso la decisión de emitir deuda pública a corto plazo ha servido de punta de lanza de la nueva orientación. Su irrupción masiva ha forzado una apelación directa a los inversores, aunque no puede dejarse de señalar que la celeridad con

que los déficit públicos se han producido ha exigido la creación de una demanda cautiva en forma de coeficientes, que seguiría distorsionando el proceso de formación de precios, si no lo hiciera ya, en el caso particular de los pagarés del Tesoro, la discriminación fiscal. Aun así, creo que la experiencia de estos dos últimos años con la deuda del Estado a medio y largo plazo, que no está sometida a esta segunda distorsión, evidencia claramente el camino recorrido. Tanto los mecanismos de emisión, con frecuente uso de la subasta, como la proliferación de intermediarios y la fluidez de los ajustes de los precios a las variaciones de las condiciones del mercado, suponen avances importantes, aunque insuficientes. De ello es consciente la Administración, que ha anunciado la implantación en fecha inmediata de un nuevo sistema de emisión y colocación de deuda pública, basado en las anotaciones en cuenta que, con tanto éxito, se introdujeron con los pagarés del Tesoro.

*¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?*

El Banco de España ha jugado el papel de impulsor y principal ejecutor de la ristra de reformas que a lo largo de los últimos quince años han intentado modernizar y han conseguido, en cierta medida, liberalizar el funcionamiento del sistema financiero español. Sobre esto no me parece que pueda abrigarse la menor duda. Para no tener que recorrer una a una las medidas que, iniciadas con la supresión de las líneas especiales de redescuento, han jalonado este proceso inacabado, creo que es preferible referirse al modelo que

ha servido de inspiración, y cuya exposición más concisa y autorizada se encuentra en el n.º 10 de la serie azul de la publicación del Banco de España, *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, de Luis Angel Rojo y José Pérez. Se describe en este documento un esquema de política monetaria basada en el control de la cantidad de dinero, anticipándose así a lo que años más tarde harían la mayoría de los bancos centrales de los países occidentales.

Como resultado e instrumento a la vez de la aplicación de ese modelo, el propio banco implantó los mecanismos necesarios de contratación y compensación: primero el servicio telefónico y después las anotaciones en cuenta. El Banco de España ha ido siempre por delante del mercado —salvo en contadas ocasiones, alguna de las cuales comentaremos al contestar otra de las preguntas— haciendo gala de una cierta medida de despotismo ilustrado y casi sin resistencia por parte del sistema bancario. Otra cosa es que este protagonismo sea o no sano para la evolución general del sistema financiero. Desde este punto de vista, tal vez fuera preferible que la presión se ejerciera de abajo arriba y que la autoridad monetaria, o la Administración en sentido más amplio, se limitara a canalizar y dar forma a esa presión en el sentido deseado. Mucho me temo que esto, que sólo ha ocurrido en una mínima medida en el pasado reciente, no va a ocurrir tampoco en el futuro inmediato, probablemente porque la prolongada crisis bancaria ha roto el equilibrio de poderes en este sector en favor del Banco de España.

Por todo ello, parece inevitable que este último deba seguir

jugando el papel, no sólo de estrategia, sino también de ejecutor de la estrategia, incluso en aspectos en los que la iniciativa privada debería tener mayor protagonismo.

Los próximos meses van a ser testigos de un episodio particularmente ilustrativo en este sentido. El Banco de España, como banquero del Tesoro Público, se dispone a implantar un «sistema de anotaciones en cuenta» para la emisión y contratación de la deuda del Estado a medio y largo plazo. Visto desde la perspectiva de los cambios ya introducidos a lo largo de estos últimos años en los mercados monetarios, la reforma no supone más que una ampliación del radio de acción de sus mecanismos —servicio telefónico y anotaciones en cuenta, básicamente—, una extensión a plazos mayores. Casi una trivialidad. Visto desde el otro extremo: es decir, desde las prácticas hoy vigentes en los mercados de valores, el cambio se presenta como una revolución que alterará inevitable y profundamente su funcionamiento. En este caso, como en los anteriores, el banco está jugando el papel de instigador e impulsor del cambio y, al menos en el esquema anunciado, va a tomar sobre sí funciones de compensación y registro que van más allá de lo que es cometido usual de un banco central, pero que, si las desempeñara con éxito, nos pondrían en este campo por delante de todos, o casi todos, los sistemas de nuestro entorno. Piensen, por ejemplo, que en el Reino Unido, un sistema equiparable para la renta variable, conocido con el nombre de «Taurus», no está previsto que funcione hasta 1989, como muy pronto.

*¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?*

No. A pesar de las considerables dosis de flexibilidad introducidas, a pesar de la presencia masiva, desde hace ya ocho años, de la banca internacional, a pesar de los esfuerzos y cuantiosos recursos empleados en la reestructuración del sector, no puede decirse que nuestro sistema financiero esté en condiciones de tener una presencia significativa en los mercados financieros internacionales; y por presencia significativa quiero decir algo más que participar pasivamente en operaciones de euromercado. Para ello nos falta tradición e incluso una cosa más remediable: idiomas. Hemos vivido demasiado tiempo de espaldas al resto del mundo y esto no se remedia en unos años. Por otra parte, es notorio que los servicios financieros, salvo en casos muy excepcionales, se exportan de la mano de las grandes compañías internacionales, inexistentes en nuestro caso. Otra cosa es negar a la banca capacidad para defender su «territorio» frente a la presencia extranjera. En este terreno, yo creo que se infravaloraron las armas defensivas que nuestro modelo de banca universal pone en manos de sus miembros.

*¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.*

No se entiende bien la pregunta. Casi por definición, los mercados monetarios son lugares abstractos de formación de tipos de interés: su mayor o menor comunicación con el resto de los mercados —los de crédito, los

de obligaciones, etc.— determina su mayor o menor capacidad de reflejar las condiciones generales de oferta y demanda. Pero una de las características constitucionales de los mercados monetarios es que puedan, en cierta medida, hacer abstracción del riesgo de crédito o de insolvencia, para que de esta forma juegue fundamentalmente el riesgo del tipo de interés.

Hecha esta salvedad, me atrevería a decir que, desde que en 1983 se soldaron los distintos compartimentos antes estancos, los tipos del mercado monetario se ordenaron y adquirieron una considerable coherencia, truncada después por la Ley de Activos. Si se refiere a esto la pregunta, yo diría que el riesgo es una consideración que el mercado tiene muy en cuenta.

*A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?*

Muy positivos. En primer lugar —y éste creo será el efecto más importante a largo plazo—, han facilitado el engarce de nuestro sistema con el exterior, adelantándose a algo que inevitablemente iba a producirse seis años más tarde con la entrada en el Mercado Común. En segundo lugar, y como consecuencia de carecer de una red de sucursales que les permitiera apelar directamente al ahorro, han contribuido decisivamente al desarrollo de los mercados monetarios, en los que han podido «comprar» los fondos que necesitaban para sus operaciones de activos. Y, en general, han actuado como enérgico revulsivo del sistema introduciendo prácticas, instrumentos y mercados que han sido luego adoptados por los bancos españoles.

La lista de las innovaciones es larga: abarca desde las letras negociadas en Bolsa, inspiradas en las aceptaciones bancarias de otros países, hasta las recientes cesiones de crédito y de otros instrumentos, inscritas en la creciente boga internacional de la llamada «securitización».

Yo quisiera singularizar aquí una de las primeras importaciones por el papel que ha jugado en la articulación de los tipos de interés en nuestro país. Me estoy refiriendo a los créditos «mibor», inspirados en una práctica que para entonces estaba ya bien establecida en el euromercado. La importancia de esta técnica en nuestro caso es que constituyó el primer mecanismo de transmisión de los tipos del mercado interbancario al mercado de créditos. Sin descender a detalles que he expuesto en otra ocasión, este mecanismo ha constituido un freno a los tipos activos del mercado de crédito siempre que la curva tipo-plazo ha tenido pendiente positiva; es decir, cuando las expectativas de tipos eran alcistas. Es obvio que cuando, como viene ocurriendo estos dos últimos años y volverá a ocurrir el próximo, la pendiente es negativa, la situación se vuelve ventajosa para las entidades con base estable de depósitos. Esta es una de las razones que están forzando a la banca extranjera a actuar en nuestro país cada vez más como *investment banker*, cosa que, en muchos casos, no les está permitido en su país de origen.

*¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?*

No muy favorables. Es cierto que el efecto del IVA habrá po-

siblemente terminado en los próximos meses; pero no lo es menos que también desaparecerá el efecto combinado, y de sentido contrario, de la caída del precio de petróleo y del dólar. Digamos que si ambos factores se neutralizaran recíprocamente, estaríamos en presencia de una situación en la que los costes salariales serían el factor determinante; y no parece que las perspectivas sean muy halagüeñas en este frente. Por añadidura, el aumento de las importaciones de bienes de consumo procedentes de la Comunidad parece estar produciendo un efecto de arrastre de los precios hacia los niveles europeos, es decir, hacia arriba, y no de contención, como se esperaba.

La incidencia de unas expectativas relativamente pesimistas de precios contribuirán, sin duda, a frenar el descenso de los tipos de interés en los plazos medios y largos. No obstante, las expectativas generalizadas internacionales indican que puede producirse aún un ligero descenso, que dará un cierto margen de acción a nuestra política cambiaria. Tal vez más importante que el nivel general de tipos de interés es el de su estructura de plazos, lo que en la jerga se conoce como la forma de la curva tipo-plazo. Y en este punto, los factores determinantes, juntamente con las expectativas inflacionarias, son el déficit público y los objetivos de política monetaria. El déficit no es probable que mejore sensiblemente y, por lo que sabemos, la senda objetivo de crecimiento monetario será más estrecha y postula un crecimiento de la inflación poco realista, con lo que puede resultar bastante constriñente. En esta situación, no es difícil vaticinar que la curva se-

guirá con pendiente negativa crónica.

*¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?*

Que las empresas no acudan a financiarse en los mercados es una verdad a medias. Como pone en evidencia mi contestación a la segunda pregunta de este cuestionario, el proceso de desintermediación bancaria, con todas las matizaciones que se quieran introducir en su evaluación, ha sido espectacular. Es obvio que el reverso de esta medalla es que las empresas se han financiado por conductos distintos de los del crédito bancario. Un examen algo más detallado del que cabe en este cuestionario nos daría, sin duda, una visión oblicua interesante sobre la evolución que ha sufrido en estos años el sistema financiero. Pero con la información disponible a simple vista hay base para destacar tres de esos conductos como particularmente significativos. En el corto plazo, las empresas han empezado a recurrir, en volúmenes significativos y crecientes —salvo por la interrupción ocasionada por la Ley de Activos—, a la emisión de pagarés. El examen de las causas y modalidades de la aparición de esta especie de «papel comercial» a la española nos desviarían de la pregunta.

En el medio y largo plazo, hace ya bastantes años que la financiación de las inversiones fijas a través del *leasing* ha desplazado al crédito bancario; y, aunque es verdad que en este desplazamiento hay una fuerte inducción fiscal, no cabe duda de que es una forma de desin-

termediación, sobre todo en la medida en que la refinanciación de las compañías de *leasing* se haga entre inversores privados.

El otro conducto es obviamente el creciente flujo de financiación obtenido por las empresas mediante bonos, obligaciones y acciones, cuyas emisiones han aumentado tan espectacularmente en los últimos tres años.

La segunda parte de la pregunta pone el dedo en una de las llagas de nuestro sistema financiero: la falta generalizada de lo que, a falta de un término genérico establecido, podríamos llamar «liturgia». Un sistema de valoración de los emisores, de *rating*, es urgentemente necesario. Pero, como la reciente experiencia europea demuestra, este sistema no se improvisa y habrá que empezar por lo más urgente, sin perder de vista, naturalmente, que el fin último de todos estos esfuerzos no debe ser otro que la protección del inversor, concepto que raramente se menciona siquiera entre nosotros. La razón histórica de esta negligencia hay que buscarla en el monopolio bancario que, al subsumir el mercado de capitales en el crediticio, ha impedido que surgieran las instituciones y los mecanismos en que se articula esa que hemos llamado «liturgia».

Recientemente se ha empezado a sentir la necesidad de propiciar su desarrollo desde las instancias oficiales. Sería un error, por las razones apuntadas, que fuera encomendada a las mismas instituciones que han impedido su aparición.

**Jorge HAY GUAJARDO-FAJARDO**

Director del Servicio de Estudios y Planificación Estratégica del Banco Hispano Americano.

*¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?*

En la década pasada, los elementos de cambio más importantes han sido la crisis económica, la adopción de políticas monetaristas y el régimen de flotación de las divisas, que llevaron a la desregulación de los tipos de interés y de los campos de actuación tradicionales de las distintas instituciones financieras. En los años 80, el proceso generalizado de desinflación, los déficit presupuestarios y la crisis internacional de la deuda han contribuido a acelerar el proceso de cambio y a difuminar las diferencias entre instituciones financieras y no financieras.

*¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?*

Positiva, en cuanto que ha contribuido a una asignación más eficaz de recursos, a un proceso de «profundización» financiera y a financiar de un modo más ortodoxo los déficit públicos.

*¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.*

En primer lugar, ha existido una competencia desleal de la deuda pública respecto al sector privado, por el tratamiento fis-

cal, el nivel de tipos y la seguridad ofrecida por el Estado. Además, la carga del servicio de la deuda se ha incrementado de forma excesiva por efecto del fuerte aumento del déficit y su financiación más ortodoxa. Y por último, la estructura por plazos de la deuda ha sido inadecuada en los últimos años, con un fuerte peso de la financiación a corto. La reciente política de deuda tiende a subsanar este problema.

*¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?*

El Banco de España es un organismo que, por su posición y prestigio, puede tomar la iniciativa de fomentar la creación de instituciones capaces de vigilar las reglas de la competencia, la calidad de los instrumentos financieros y la solvencia de las instituciones que participan en los nuevos mercados. Debe evitarse, sin embargo, la tentación de introducir medidas intervencionistas, que pueden imponer rigideces innecesarias a los mercados.

*¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?*

Sí, desde el punto de vista legal (con ciertos retoques, tras el período transitorio de integración en la CEE), ya que no existe un mercado común europeo de tipo financiero, sino diversidad de sistemas en los que tienen cabida las peculiaridades del nuestro. No, todavía, desde el punto de vista de la eficacia y la competitividad. Nuestras instituciones financieras han de acercarse a los sistemas internacionales a través de la disminución

de costes de transformación y del incremento de su productividad por medio de la mecanización y de la adecuación de plantillas.

*¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.*

En el mercado interbancario y de deuda pública la valoración del riesgo parece adecuada, aunque puede mejorarse. En los mercados de activos financieros privados, como los pagarés de empresa y las obligaciones privadas, la valoración del riesgo no es correcta y debe mejorarse.

*A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?*

Sus principales efectos han sido introducir un mayor grado de competencia y de inquietud por la innovación financiera, así como una segmentación mucho más definida del mercado financiero para las grandes empresas y para las PYMES. Las divisiones de banca al por mayor de los bancos españoles se introdujeron tras la llegada de los bancos extranjeros.

*¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?*

En los próximos meses la inflación debiera estabilizarse entre el 5 por 100 y el 6 por 100. Pero no pueden descartarse repuntes al alza si la negociación colectiva desemboca en aumentos salariales superiores a los programados.

En la evolución de los tipos de interés hay que distinguir entre los tipos a corto plazo y los tipos a largo. Si los aumentos salariales resultan ser excesivos, el período actual de tipos a corto plazo elevados se prolongará durante varios meses y se producirían alzas en los tipos a largo plazo. De lo contrario, los tipos a corto podrían comenzar a ceder a mediados de año y los tipos a largo continuarían descendiendo.

*¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?*

Hay varios motivos, algunos de orden institucional y otros de carácter económico. Por una parte, la organización existente de los mercados de capitales ha dificultado y encarecido la financiación a las empresas. Por otro lado, existe el sentimiento justificado de que el período de ajuste no ha terminado y, por consiguiente, no se han consolidado las expectativas de un período prolongado de crecimiento económico aceptable e inflación moderada. Por ese motivo, la relación bancaria tradicional sigue gozando de un gran valor para las empresas. Además, los nuevos mercados no se han consolidado, entre otras razones, por consideraciones de riesgo. Una valoración externa del mismo por instituciones reputadas e independientes contribuiría a potenciar esos mercados.

## Arturo de la LAMA LOPEZ DE AREAL

Director de Estudios Financieros del Servicio de Estudios del Banco de Bilbao.

*¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?*

Creo que son la liberalización de tipos de interés y la apertura a la banca extranjera los dos factores más catalizadores de cambios en el proceso de transformación de nuestro sistema financiero. Y ello porque, por encerrar un enorme poder creador de las condiciones de competencia e innovación en los mercados financieros, han contribuido en mayor medida a aumentar la cantidad, calidad y diversidad de los productos y servicios financieros y a reducir sus costos de intermediación. Con todo, debo señalar que el proceso de cambio-liberalización del sistema financiero cobra pleno sentido en la medida en que afecta a todas las facetas del sistema, porque todas y cada una de las transformaciones son necesarias para que se obtengan los resultados esperados del proceso. En este sentido, no deben ser olvidadas ni infravaloradas la creación de nuevas instituciones y mercados, la eliminación de barreras entre las instituciones existentes, la reforma del mercado de valores, las tímidas liberalizaciones de coeficientes y del control de cambios o, en fin, las medidas para aumentar la información, solvencia y supervisión de las instituciones.

*¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?*

Es fácil dar una opinión, pero

difícil hacer una valoración del proceso de desintermediación bancaria. Porque se trata, en primer lugar, de un proceso sobre el que no hay unanimidad de concepto y contenido (se habla muchas veces de desintermediación bancaria refiriéndose a fenómenos que son más bien de cambio en las formas bancarias de intermediación) y es, además y en todo caso, un proceso muy complejo en sus causas y consecuencias.

La disminución y cambio en las formas de la intermediación bancaria de los flujos financieros responde en parte a razones intrínsecas al proceso lógico de transformación de la actividad financiera. El surgimiento de nuevas instituciones y productos, el auge y reforma de los mercados de valores y las mayores exigencias de prestamistas y prestatarios conduce a un lógico proceso de selección y desarrollo por parte de las instituciones financieras de aquellas parcelas del negocio para las cuales son más capaces y eficientes. Pero el proceso de desintermediación responde también, y a veces en gran medida, a razones perversas y contrarias al proceso de liberalización del sistema. Destaco entre éstas las asimetrías en la amplitud de competencias de los intermediarios en los diversos mercados; las diferencias en el peso de los coeficientes obligatorios monetarios, de inversión y de recursos propios; las desiguales normas de supervisión y control; el crecimiento del protagonismo del Estado en los mercados financieros para financiar de forma directa el déficit público galopante; en fin, la incorrecta valoración del coste y de las contraprestaciones que supone el desarrollo por la banca del servicio de pagos.

Por ello, podría hablarse de dos especies diferentes de desintermediación, según la tipología de razones que la causan. Y a los beneficios que se derivan de la primera se contraponen los efectos negativos de la segunda.

*¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.*

No existe todavía, en mi opinión, una política suficientemente vertebrada de deuda pública, aunque se está trabajando en ella intensamente en estos momentos. La inexistencia práctica de déficit público hasta 1977 y el recurso a los coeficientes obligatorios para financiar los elevados déficit que se han producido desde entonces han permitido no formular esa política. Es cierto que se han producido cambios en los últimos años. Por ejemplo, los intentos del Banco de España por garantizar la liquidez de los títulos públicos en los mercados secundarios, y, sobre todo, la creación y espectacular crecimiento de un mercado de pagarés del Tesoro, que hace innecesario el manejo de los títulos al sustituirse por transferencia de saldos contables en el Banco de España. Pero estos cambios, aunque significativos, son insuficientes.

Cinco grandes apartados habrían de definirse para vertebrar una auténtica política de deuda pública. En primer lugar, sería necesario establecer una limitación a la cuantía máxima que puede alcanzar el déficit público y los topes a los que podrían llegar los diversos métodos de financiación (recurso al Banco de España, financiación por el sis-

tema crediticio y monetario, financiación por el público y financiación exterior). En segundo lugar, habría que definir los elementos de la política continuada y sostenida de emisiones. Esto exigiría definir las diversas modalidades de instrumentos y sus características, fijar los sistemas de emisión y colocación y determinar los calendarios de emisiones e importes. Un tercer apartado entrañaría el desarrollo de un sistema sencillo, económico y eficiente de mantenimiento y movilización de los instrumentos de la deuda (tal como el denominado sistema de anotaciones en cuenta). Cuarto, habría que diseñar una estructura del mercado que asegurase la liquidez y la formación de precios eficientes, a través de la definición de funciones y operatoria de los diversos agentes participantes (Tesoro, Banco de España, negociantes de deuda, intermediarios, público en general). Un quinto apartado comprendería la fijación del entramado de requisitos, normas y supervisión del mercado; cambios en la instrumentación de la política monetaria, e incentivos y contrapartidas a los agentes, que asegurasen un desarrollo profundo, profesional y financieramente salido del mercado.

*¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?*

Entiendo que el Banco de España debería desarrollar una actuación en base a las siguientes pautas.

1) Obtener información continuada sobre los nuevos mercados e instrumentos. Información en relación a la cuantía de los flujos en ellos intermediados, al protagonismo de los diversos

agentes implicados, a sus características y aportaciones a la eficiencia del mercado financiero y a los riesgos eventuales que implican para las instituciones que los desarrollan y para el mercado en su conjunto.

2) Modificar el entramado regulador e institucional según las implicaciones que del análisis de esa información se deriven. Entran aquí los cambios que se precisen en la instrumentación de la política monetaria y la armonización de posibles asimetrías de regulación, eventualmente responsables de innovaciones transitorias surgidas en el interior de los mercados financieros nacionales.

3) Homogeneizar las prácticas e instrumentos de aquellos nuevos mercados destinados a consolidarse por responder a genuinas necesidades del mercado. En este sentido, parece cada vez más preciso que la regulación del sistema se oriente en mayor medida a una regulación de diferentes instrumentos, en lugar de a una regulación de diferentes tipos de instituciones.

4) Acompasar, en todo caso, el ritmo de introducción de los nuevos mercados a la capacidad de las instituciones, y a la del sistema en su conjunto, para asimilar las nuevas técnicas, sus eventuales riesgos y las potenciales consecuencias en su estructura.

5) Coordinar tanto la regulación y supervisión de los mercados financieros como las políticas económicas con las correspondientes a los países económica y financieramente dominantes. Ello contribuiría a que florezcan y se consoliden sólo aquellas innovaciones justificadas por su contribución a la eficiencia de los mercados, y evita-

ría, asimismo, el que se produzcan situaciones de competencia desigual que provoquen desviaciones de flujos financieros de unos mercados nacionales a otros.

*¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?*

Nuestro sistema financiero ha incorporado en los últimos años importantes dosis de las características necesarias para poder competir en los mercados internacionales. No obstante, creo que quedan también importantes tareas por completar, si queremos que esa competencia pueda hacerse con perspectivas de éxito. Tareas que se refieren a tres grandes apartados. En primer lugar, el sector tendría que profundizar en su proceso de reestructuración. Fundamentalmente en lo que se refiere a abaratamiento de sus costes, a la incorporación de nuevas tecnologías y a la difusión de nuevos modos de gestión. Habría que avanzar, asimismo, en un segundo frente, el de una regulación alineada con la existente en otros países. Esto implicaría principalmente una reducción de intervención en la asignación obligatoria de recursos, una mayor libertad de actividad en los mercados exteriores y proseguir en la línea de una regulación y supervisión de los mercados coordinada con la del resto de los países. Finalmente, opino que nuestro mercado financiero no está suficientemente dimensionado y su atomización le resta capacidad para competir en ese mercado único y global en que tienden a convertirse los mercados financieros internacionales.

*¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.*

Creo que la generalidad de los agentes que actúan en el mercado monetario español hacen una correcta valoración de los riesgos en que incurren. Ahora bien, uno de los rasgos que el auge de los mercados monetarios y de capitales aporta al sistema financiero en su conjunto es el de que las instituciones y los mercados quedan conectados de formas nuevas y complejas, a través de los nuevos y complejos instrumentos que en esos mercados se producen casi de forma continua. De aquí que también los riesgos adquiridos por unos agentes sean capaces de transmitirse al resto en modos aún no suficientemente contrastados.

Esto hace del riesgo en los mercados monetarios un tema francamente trascendente, especialmente cuando este mercado se caracteriza, además, por la volatilidad de sus precios y, por tanto, de sus riesgos; por su rápido crecimiento en volumen y en modalidades; por la existencia de modalidades que, por su novedad, no están en todos los casos suficientemente homogeneizadas en su práctica y requisitos de negociación y emisión; por la rápida incorporación, en fin, de nuevos emisores, intermediarios y prestamistas. Por ello, y a pesar de la correcta valoración del riesgo que en mi opinión hace la generalidad del mercado, entiendo que es procedente realizar, como de hecho se viene haciendo, una reflexión sobre los mecanismos que permitirían reducir y limitar la tras-

cendencia de esos riesgos para el conjunto del sistema.

*A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?*

Antes me he referido brevemente a la apertura a la banca extranjera como uno de los dos elementos de cambio más importantes en el desarrollo de nuestro sistema financiero. Las consecuencias de su instalación han sido múltiples, pero creo que se pueden ordenar alrededor de tres grandes ejes.

En primer lugar, el reforzamiento de la competencia que ha promovido su presencia ha acrecentado el abanico de productos financieros y ha reducido los costes de intermediación, con consecuencias muy positivas para los demandantes y oferentes finales de fondos, que han encontrado combinaciones de rentabilidad, plazo y riesgo más adecuadas a sus necesidades de financiación o de inversión.

Segundo, las instituciones financieras nacionales, ante la necesidad de competir con entidades que, además de importar esquemas de gestión más evolucionados, se han instalado con estructuras muy ligeras y acomodadas a la situación presente del mercado, han acelerado el proceso ya iniciado de reestructuración de la industria financiera nacional. Se han hecho así avances sustanciales en aspectos organizativos (estructuración por segmentos de negocio), en materia de distribución (racionalización de la red), en economía de costos (reducción de gastos operativos), en incorporación de tecnologías y de sistemas más intelectualizados de gestión.

Finalmente, pienso que la instalación de la banca extranjera ha favorecido el proceso de modernización del aparato institucional y regulador del sistema financiero. En este sentido, no cabe duda de que la profundidad alcanzada por el mercado monetario, las modificaciones de los objetivos e instrumentos de la política monetaria o la constatación de la necesidad de una regulación que evite asimetrías en las consecuencias para los diversos tipos de instituciones han sido, en parte, resultado de la actuación en nuestro país de la banca extranjera.

*¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?*

Es indudable que la inflación va a reducirse en 1987 en relación al nivel con la que se cierre 1986. El hecho de que a partir de enero la tasa móvil anual del presente año no incorpore ya la elevación de precio por repercusión del IVA experimentada en enero del ejercicio anterior llevará probablemente a una reducción del orden de dos puntos. Más difícil es precisar si habrá o no reducciones adicionales a esos dos puntos. Es claro que en la segunda mitad del ejercicio transcurrido se han reactivado las presiones inflacionistas de la mano del comportamiento de los precios agrarios, la evolución creciente de los salarios, la menor progresión en la productividad del trabajo, la mayor presión de la demanda interna y alguna holgura de la política monetaria. Parece además claro que la presión del déficit público no va a permitir una traslación adicional al sector privado de la ganancia que en los precios de importación de la energía han supuesto

la baja en la cotización del dólar y la reducción experimentada en los precios de los crudos. Máxime cuando el comportamiento de ambas variables tiene ahora mayores grados de incertidumbre. De otro lado, y a favor de una neutralización de estos factores negativos, hay que anotar la firme determinación en el control de la masa monetaria que se viene registrando en la parte final de 1986 y en los comienzos del presente ejercicio. Tratando de valorar conjuntamente todos los datos, me parece posible llegar a diciembre de 1987 en tasas de inflación en torno al 6 por 100.

Ahora bien, el papel protagonista de la política monetaria en esta reconducción de la inflación debe someter a los tipos de interés del mercado monetario a importantes inestabilidades e incluso, probablemente, a una reducción en promedio menor a la que experimenten no sólo los tipos de interés a largo, sino incluso la propia tasa de inflación.

*¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?*

Las razones son parcialmente distintas según nos refiramos a los mercados bancarios o a los mercados de valores. Para ambos casos es, sin embargo, válida la consideración de que, dada la rentabilidad de los recursos invertidos por las empresas y dado el coste de la financiación, una decisión lógica en muchos casos es la utilización de los excedentes generados por las empresas en la amortización de sus pasivos financieros. Máxime si se tienen en cuenta los altos nive-

les de endeudamiento contraídos durante los períodos peores de la crisis.

En relación ya a la moderación relativa que ha venido experimentando hasta recientemente la tasa de expansión de la demanda de crédito bancario, parece evidente el intento por parte de las empresas de diversificar y abaratar sus fuentes de financiación, tanto a través de la autofinanciación como a través de la emisión de sus propios pasivos en los mercados monetarios y en los de valores. Es claro, por ejemplo, que para determinados segmentos de la gran empresa la emisión de pagarés de empresa puede resultar una alternativa más económica que la financiación bancaria. Algo parecido cabría decir, aunque en menor medida, del mercado de obligaciones, dado que en este caso se tropieza con la reducida dimensión de los mercados secundarios y con el relativo alto coste de la operatoria bursátil.

En todo caso, la creciente variedad de figuras crediticias de origen bancario y la reducción indudable de sus costes (piénsese en el importante volumen alcanzado por los créditos a interés variable) está haciendo variar la situación notablemente. Y es muy significativo a este respecto que la tasa de crecimiento del crédito bancario se haya situado en 1986 en valores del orden del 10 por 100.

Por lo que respecta al escaso desarrollo alcanzado por los mercados de valores como fuente de financiación empresarial, influyen muchos factores, en parte también diferentes, según nos refiramos al mercado de acciones o al de obligaciones. Los requisitos de capital mínimo, de diversificación de accionariado o de obligacionistas, de informa-

ción; el coste de los aranceles; el tratamiento fiscal de las plusvalías; la estrechez del mercado secundario de renta fija; los riesgos de pérdida de dominio para las empresas medianas y pequeñas; el desconocimiento por los inversores del riesgo en que incurren..., son todos, pienso, factores que contribuyen a ese escaso desarrollo. Algunos están siendo eliminados o reducidos a través de iniciativas como la del segundo mercado. Para otros hay iniciativas más o menos maduras, como el proyecto de los fondos de pensiones, la creación de empresas de *rating* o la eventual aparición de centrales de anotaciones en cuenta para la renta fija privada.

#### Luis MIRA SERRANO

Subdirector de Tesorería e Inversiones Institucionales de la Caja de Ahorros de Alicante y Murcia.

*¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?*

No podríamos referirnos a un elemento en concreto, sino a un conjunto de circunstancias que, unidas, han significado este cambio-liberalización. Podemos citar algunos de ellos:

— Las altas tasas de inflación, que obligaron a una modificación y perfeccionamiento en materia de cultura financiera.

— Las medidas liberalizadas en coeficientes de inversión obligatorios, con una reducción importante de los mismos y acomodación de todos para todas las entidades por igual.

— La entrada de la banca extranjera.

— La aparición de nuevos instrumentos y nuevas sociedades en el sistema.

— Los procesos de desintermediación iniciados.

*¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?*

Positiva, por cuanto ha obligado a las entidades a unos márgenes financieros mucho más estrechos que los que tradicionalmente se estaban obteniendo. Para operar en estos márgenes se precisa mayor profesionalidad. Seguramente debemos estar todavía en los albores del proceso de desintermediación, que se incrementará con la entrada de nuevos competidores.

*¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.*

Si las posibilidades de no incrementar el déficit público hubieran sido reales, me parece una obra maestra haber reducido a la mitad los costos financieros en el corto espacio de dos años. También la creación de un mercado tan amplio para el público ha sido una situación positiva para el Tesoro.

Por contra, la cortedad de los plazos ha motivado una excesiva aceleración en las renovaciones de vencimientos y una necesidad de refinanciación en un corto espacio de tiempo.

Si se consigue mantener las cifras actuales colocadas a medio plazo, se podrá mejorar la situación negativa creada.

Me parece especialmente importante el fijar un tipo de interés que sólo cambie en función del plazo para toda la clase de deuda.

*¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?*

Un papel que le llevaría a actuar de interviniente activo y de presencia constante en función de las necesidades de política monetaria.

Por supuesto que no podría abandonar su función de impulsor y controlador del buen funcionamiento.

*¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?*

Entiendo que si la preparación no es óptima no es debido a falta de posibilidades, sino a carencia de necesidades.

Indudablemente, será preciso trabajar duro y adaptarse a las circunstancias foráneas, pero con todas las garantías de éxito.

Actualmente, y después de un pequeño tiempo transcurrido, se opera a los mismos niveles que entidades operantes en mercados internacionales.

*¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.*

Evidentemente que hasta ahora no.

La carencia de datos publicados o fiables, si se han publicado, ha impedido valorar una correcta situación de riesgo.

Tampoco hasta la última crisis bancaria ha habido necesidad de

esta valoración, ya que el Banco de España se encargaba de solucionar todas las situaciones irregulares que se presentaban.

Después de la crisis, y como consecuencia de ella, se exige mayor y mejor publicación de datos de entidades, a la vez que difundir las auditorías exigidas de forma imperiosa por la autoridad monetaria.

*A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?*

Se podrían enumerar varios, pero podemos limitarnos a las siguientes:

- Mayor competitividad.
- Mayor agilidad en el tratamiento.
- Menor rentabilidad porcentual.
- Más y mejor profesionalidad, ya que, al actuar en márgenes muy estrechos, se incrementa la posibilidad de pérdida real.
- Cambio de hábito en las entidades nacionales, pasando de su valoración de pasivo a la de activo.
- Creación de nuevos instrumentos operativos.

*¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?*

Figuramos en un entorno socio-económico y hemos de adaptarnos a él. Bien es cierto que la influencia del déficit público frena la necesidad de adaptación en el menor tiempo, pero en el espacio de tres o cuatro años estaremos a nivel similar al de los países de la CEE.

Si la inflación cede en la medida deseada por todos, los ti-

pos de interés del mercado monetario deberán igualmente reducirse a medio plazo, siguiendo una carrera ya iniciada.

*¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?*

Por una total ignorancia del funcionamiento de los mismos por parte de las empresas.

Bien es cierto que la última crisis creó mayores suspensiones de pagos y quiebras de las que se pueden aceptar como normales, con el consiguiente recelo para las entidades.

En la parte positiva de la cuestión podemos incluir la capitalización que de las mismas se ha producido en los últimos tiempos, con significados especiales para las pequeñas y medianas.

En cuanto a si la valoración interna del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez los mercados financieros españoles, señalaremos que «podrían», pero no necesariamente se produciría esta situación.

## Juan PALACIOS RAUFAST

Subdirector General del Banco de Vizcaya.

*¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?*

Los elementos más importantes de cambio-liberalización del sistema financiero en los últimos años podrían resumirse en tres puntos:

1) la liberalización de los tipos de interés,

2) el establecimiento en España de la banca extranjera,

3) la creciente competencia de entidades no bancarias en mercados que tradicionalmente habían sido bancarios.

*¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?*

La participación de las entidades de depósito en la intermediación de los flujos financieros en España ha sido tradicionalmente muy elevada, pero esta situación está sufriendo un importante cambio. En efecto, el proceso de desintermediación bancaria está siendo intenso y rápido, habiéndose registrado un avance en este proceso muy superior al de la mayoría de países europeos. Merecen destacarse dos factores que han creado condiciones muy favorables para la aceleración de este proceso: la elevación de los tipos de interés registrada en los últimos años y las necesidades crecientes de financiación del déficit público.

Esta situación da la posibilidad a empresas e inversores de disponer de condiciones de tipos de interés próximas a las de los mercados institucionales. En algunos casos el desarrollo de los mercados de nuevos instrumentos de desintermediación es tan grande que complica la ejecución de la política monetaria. Por ejemplo, existen estimaciones que sitúan el tamaño del mercado de pagarés de empresa en torno al billón de pesetas.

Un factor adicional importante, y específico del mercado español, es que estos activos se han comercializado a partir de valores nominales muy reduci-

dos (medio millón de pesetas), lo que ha llevado a que las entidades financieras tuvieran un papel orientado casi exclusivamente a la comercialización de estos activos, sin desarrollar por tanto una función de transformación financiera, como ocurre en otros países donde estos instrumentos tienen valores nominales muy elevados y se negociaban únicamente en mercados institucionales.

*¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.*

La necesidad de financiar el déficit público ha sido probablemente la causa más importante del proceso de desintermediación que se está produciendo en nuestro país. Un logro importante en el esquema de financiación pública fue la creación y el desarrollo del mercado de pagarés del Tesoro que, por primera vez, llegó a poner al alcance de pequeños inversores activos públicos a corto plazo en importes pequeños. Sin embargo, la Ley sobre determinados activos financieros de 1985 ha detenido el desarrollo de este activo, al convertirlo en un instrumento de opacidad fiscal con tipos inferiores a los del mercado.

Un segundo logro importante en la política de financiación pública ha sido la creación posterior de un mercado más activo de deuda pública a medio y largo plazo. Se ha conseguido con ello ampliar la gama de activos públicos ofrecidos a los inversores, consiguiendo además la posibilidad de ampliar el plazo medio de vencimiento de la deuda pública que estaba excesivamente concentrada en instru-

mentos a corto plazo. Un elemento crucial para el desarrollo de este mercado fue el establecimiento de un sistema de comisiones que estimuló a las entidades financieras para actuar como colocadores, consiguiéndose de esta forma un crecimiento espectacular de este mercado en los dos últimos años.

Sin embargo, el proceso de desarrollo de estos mercados no debería detenerse aquí si se quiere conseguir la financiación del déficit público a través de los mecanismos de mercado. Para ello sería preciso seguir desarrollando el mercado de deuda pública, apoyando y estimulando la aparición de entidades creadoras de estos mercados, presentes en otros países.

*¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?*

El papel del Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados podría orientarse hacia la consecución de una transparencia en su funcionamiento, y a otro seguimiento y control para poder desarrollar de una manera más eficaz su política monetaria.

La necesidad de transparencia en estos mercados es especialmente necesaria por la conveniencia de proteger al pequeño inversor, que, como se ha indicado anteriormente, tiene un acceso directo a estos mercados, a diferencia de lo que sucede en otros países. En este sentido, resultaría especialmente útil la aparición de servicios de calificación del riesgo de los activos negociados en este mercado, por la clarificación que introduciría en estos mercados.

*¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?*

En lo que hace referencia a la banca española, existen tanto aspectos favorables como desfavorables ante la integración en mercados internacionales. Probablemente entre estos últimos el más destacado es la existencia de un coste de transformación relativamente elevado al compararlo con la banca de otros países. Sin embargo, el esfuerzo desarrollado por la banca española para reducir este coste ha permitido su reducción en los últimos años, con lo que previsiblemente no parece que se vayan a presentar problemas importantes de cara a una mayor integración internacional.

*¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.*

Mi respuesta es afirmativa si se entiende por mercado monetario el mercado interbancario, y se da una interpretación restringida al concepto de riesgo asimilándolo al riesgo de crédito o de firma.

Sin embargo, si se amplía el concepto de mercado monetario extendiéndolo al de todos aquellos activos emitidos a corto plazo y contratados en nuestros mercados financieros, la respuesta debería ser negativa. Así, por ejemplo, parece claro que muchos compradores de estos activos no discriminan adecuadamente entre emisores de solvencia distinta, lo que conduce con frecuencia a que sus tipos de interés no queden diferenciados adecuadamente en el mercado. La aparición de servicios

de calificación de riesgo es, a mi juicio, una alternativa viable que podría corregir en buena medida esta situación.

Por otra parte, también la definición de riesgo puede hacerse más amplia, para incluir no sólo el riesgo de firma, sino el riesgo de liquidez y de intereses. Aunque algunas grandes entidades operantes en el mercado monetario español utilizan técnicas modernas para la valoración de estos riesgos, puede decirse que éstas todavía no se han extendido a la mayoría de los operantes en estos mercados.

*A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?*

Los efectos producidos por el asentamiento de bancos extranjeros en España se han traducido en una mayor competencia en el segmento de grandes clientes y empresas, una mayor innovación de productos y mercados, más profundidad y amplitud en los mercados interbancarios y, finalmente, una creciente profesionalidad en los equipos humanos.

*¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?*

Las perspectivas de la inflación en España para 1987 van a estar fuertemente condicionadas por el resultado de los convenios salariales actualmente en fase de negociación. En mi opinión, es posible alcanzar el objetivo de inflación del 5 por 100 establecido por las autoridades económicas, siempre y cuando los resultados de estas negociaciones se aproximen a los sugeridos por el gobierno.

En esta situación, la tendencia de los tipos de interés sería la de su orientación a la baja en todos los plazos, aunque temporalmente pueden presentarse desviaciones apreciables debido a la actuación de la autoridad monetaria para reconducir el crecimiento monetario.

*¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?*

Las principales razones para que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados son las siguientes: el temor a la pérdida del control de la sociedad, sobre todo en el caso de los mercados de renta variable; la dependencia de un importante número de empresas de entidades multinacionales; las mayores exigencias de transparencia informativa que impone la apelación al ahorro público, y, en algunos casos, la inadecuación de los resultados de la sociedad para apelar con éxito a este ahorro.

La creciente competitividad de los intermediarios bancarios en precio y productos financieros puede haber reducido también el atractivo que comparativamente presentan estos mercados para un buen número de empresas.

Javier RAMOS GASCON

Vice-Síndico de la Bolsa de Madrid.

*¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?*

La evolución del sistema financiero en un sentido de liberalización se ha desarrollado, en general, de una manera progresiva que hace difícil destacar un momento o un acontecimiento determinado, aunque, desde luego, en ese proceso hayan existido algunos hitos especialmente señalados. Entre ellos hay que hacer alusión, en primer lugar, al conjunto de medidas que se instrumentaron en agosto de 1974, a las que, a mi juicio, no se les ha atribuido toda la importancia que tuvieron, y que constituyeron el primer paso significativo dentro del referido proceso de liberalización. Otra serie de medidas que tuvieron gran influencia a este respecto fueron las adoptadas en 1977 dentro del marco de los llamados «Pactos de la Moncloa», así como las que de ellas se derivaron directa o indirectamente: financiación del déficit público con nuevos instrumentos y a tipos de mercado, autorización del establecimiento de la banca extranjera, creación del mercado de dinero, etcétera. Hay que hacer constar, no obstante, que el camino hacia la liberalización del sistema financiero ha ofrecido algunas rupturas o, al menos, discontinuidades, derivadas más de situaciones fácticas o de actuaciones discrecionales que de regresiones normativas. Por ejemplo, el aumento del déficit público ha producido, en ocasiones, situaciones de *crowding out* que han entorpecido el funcionamiento

del sistema y que han frenado de hecho su liberalización. Por otra parte, en algunos momentos han podido acusarse en el sistema financiero los efectos del desfase en el grado de liberalización del sector real de la economía, cuando la influencia recíproca de uno y otro hubiera requerido un avance más acompasado y armónico.

*¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?*

La llamada desintermediación bancaria se ha producido como consecuencia de la ampliación del sistema financiero, tanto en el aspecto institucional como en el de los instrumentos objeto de transacción y en el de la gama de servicios prestados al público en general, a los dos grandes grupos actuantes en el sistema financiero, los oferentes y los demandantes de recursos. En un sistema poco evolucionado, lo que pudiéramos considerar el negocio bancario típico ocupa un papel no sólo central, sino casi exclusivo. Precisamente su enriquecimiento y su desarrollo es lo que hace perder a éste, parcialmente, su importancia relativa. En un primer momento, una serie de servicios, diferentes de los tradicionales, se van abriendo paso, pero continúan siendo prestados, de manera un tanto subsidiaria, por las mismas instituciones, que cuentan con la ventaja objetiva de su profesionalidad, su red de oficinas y la economía externa que genera su organización. Un paso posterior lo constituye la creación de instituciones específicas, creadas o no por los bancos, para dar respuesta a las nuevas posibilidades y a las nuevas necesidades.

Por tanto, en términos gene-

rales, el proceso de desintermediación, que no es sino un corolario del desarrollo del sistema financiero, no supone necesariamente una restricción del campo operativo de la banca, sino sólo —y en términos, como he dicho, de importancia relativa— de lo que constituía la actividad bancaria tradicional. De hecho, muchos de nuestros bancos han apreciado con claridad el significado de este proceso y han adoptado posiciones de presencia más amplia en el sistema financiero, a través de unidades descentralizadas y con objetivos estratégicos y autónomos, en competencia con otras instituciones de nueva creación surgidas de iniciativas ajenas al mundo de la banca. Puede haber algunos campos en los que la prestación de determinados servicios de intermediación requiera de instituciones especializadas, pero en general la banca o, mejor dicho, los grupos financieros con núcleo en la actividad bancaria, van a poder jugar un papel muy importante en el conjunto del sistema financiero.

*¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.*

Al responder a la primera pregunta, he manifestado que la financiación del sector público a tipos de mercado ha supuesto, en mi opinión, un factor positivo importante para el sistema financiero. Lo que sucede es que la política de deuda, en sus términos más amplios, ha ido en ocasiones un tanto a remolque de las circunstancias, sobre todo al tener que afrontar la cobertura de déficit excesivamente voluminosos. De este modo, el ins-

trumento, aunque perfeccionado en sí mismo, ha servido de cauce para una fuerte absorción de recursos y ha impulsado al alza a los tipos de interés. Claro es que, en todo caso, tomando como dato la realidad del déficit, hubiera sido peor utilizar cualquier otro procedimiento para financiarlo.

Lo que sí cabe achacar a la política de deuda propiamente dicha es la tendencia que en algunas etapas se dio —y que fue posteriormente rectificadas— al acortamiento de plazos. Esta tendencia influyó en el conjunto del sistema y contribuyó a acentuar la escasez de financiación externa a largo plazo por parte de las empresas, en unos momentos en que, además, la debilidad del mercado accionario hacía muy difícil el lanzamiento de ampliaciones de capital.

*¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?*

Creo que el ideal es que los mercados sean creados espontáneamente como respuesta a una demanda social. Este es, por ejemplo, el caso de la Bolsa, como mercado financiero principal, que surge históricamente como consecuencia de la necesidad de allegar de manera fraccionada grandes masas de recursos para financiar determinadas operaciones y de la necesidad correlativa de ofrecer un cauce para la movilización de las posiciones inversoras inicialmente asumidas, todo ello sin perjuicio de su ulterior ordenación normativa.

En España existe una cierta tradición de creación o impulso de algunas instituciones financieras privadas por parte de los poderes públicos, tradición apo-

yada en buena parte en el hecho de que la estructura de la imposición directa exigía acomodaciones específicas para que nuevas actividades financieras pudieran tener existencia real, y que ha dejado ciertas secuelas de intervencionismo en esta materia.

En lo que concierne en concreto al Banco de España, puede que se den supuestos en los que convenga que asuma un cierto papel promotor de nuevos mercados, pero limitándonos a una tarea impulsora inicial y, en su caso, a la tutela administrativa respecto a la actuación de los operadores, en la medida en que la naturaleza de éstos lo haga adecuado y siempre sin caer en la tentación de ubicar estos mercados en el seno del propio banco emisor ni de mediatizar su funcionamiento.

*¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?*

El principal término de referencia que en estos momentos debe utilizarse en esta materia lo constituye la incorporación de España a la Comunidad Económica Europea. Hay que tener en cuenta al respecto que la Comunidad, en los primeros años de su andadura, se preocupó básicamente por la puesta en marcha del Mercado Común, hasta el punto de que usualmente ésta era la expresión con que se aludía a aquélla. Quedó en un segundo plano todo lo no relacionado con el tráfico de mercancías y, desde luego, hasta épocas relativamente recientes, el inicio de la edificación de una comunidad de tipo financiero. De hecho, todavía hoy los sistemas financieros de los países comunitarios se hallan insuficiente-

mente integrados y presentan diferencias institucionales profundas. Sin embargo, es precisamente en los últimos años en los que se ha puesto en marcha, de manera incluso acelerada, una corriente integradora en el aspecto financiero. España accede pues a la Comunidad con un régimen de control de cambios muy estricto, incompatible con las directivas comunitarias y con los compromisos derivados del Tratado de Adhesión, y además en unos momentos en que este tipo de temas se está moviendo en la propia Comunidad. De ahí que haya que avanzar muy deprisa en ese terreno.

Por otra parte, al igual que la construcción del mercado común exigió la armonización de la imposición indirecta, la integración en el campo financiero va a hacer precisa una armonización de la imposición directa, en lo que los órganos comunitarios han sido hasta ahora poco activos. En todo caso, aun sin un impulso por parte de la Comunidad, la legislación española tendría que ir eliminando las singularidades que en este orden nos distancian de los patrones europeos más usuales.

*¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.*

La situación a este respecto parece haber evolucionado como consecuencia de la crisis padecida en los últimos años por el sistema bancario español. Aunque el modelo seguido para afrontarla —que, por otra parte, coincide en lo sustancial con los adoptados por muchos países— en principio no parece que opere en un sentido favorecedor de

una valoración acentuada del riesgo, creo que la conciencia de su importancia ha aumentado considerablemente después de los múltiples episodios en que se ha manifestado la crisis.

*A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?*

La implantación de la banca extranjera ha implicado, obviamente, un aumento en el grado de competencia en la actividad bancaria. En alguna medida, ha contribuido también a la aportación de ciertas técnicas operativas que, aunque no eran desconocidas, no habían llegado a aplicarse en España con la misma intensidad.

Pero, fundamentalmente, se trata de un fenómeno que resultaba inevitable, no tanto, como en ocasiones se dijo, por razones de reciprocidad, sino como anticipo a la entonces previsible incorporación a la Comunidad Económica Europea. Estos últimos años, hasta el comienzo de 1986, han supuesto un período de acomodación en el que la banca española se ha habituado a una competencia que de todos modos hubiera tenido que sufrir.

*¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?*

Parece clara la voluntad política de las autoridades económicas para reducir la inflación, que se ha traducido en una minoración importante de las tasas de aumento de los precios en términos internos, aunque no se haya logrado reducir el diferencial existente con los países con los que España tiene un más alto grado de relación comercial, como son los integrantes de la

Comunidad Económica Europea. Una vez más, el déficit público se manifiesta como uno de los principales obstáculos para una política encaminada a introducir los ajustes que necesita la economía española. Un ejemplo significativo es la resistencia a transmitir al sistema de precios la reducción de los productos petrolíferos. De cara a un futuro próximo, y a pesar de ello, cabe esperar una cierta reducción del nivel de inflación, una vez absorbido el impacto inicial de la implantación del IVA, si bien, para alejar todo peligro de rebrote de los índices de precios, hay que intensificar la lucha por contener el déficit y también por aumentar la competitividad de nuestro sistema productivo, con objeto de reducir el desequilibrio de la balanza comercial.

Por lo que respecta a la evolución de los tipos de interés —que se está revelando como una variable esencial en relación con las expectativas económicas y el funcionamiento del mercado de valores— el comportamiento de los últimos tiempos está poniendo de manifiesto su vinculación con los niveles de inflación. Si se parte de la base de un grado suficiente de liberalización del sistema financiero, es preciso admitir la necesidad de que el ahorro obtenga una retribución positiva, en términos reales, lo cual implica niveles nominales de los tipos de interés superiores a las tasas de inflación.

*¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados españoles?*

Los estudios realizados acerca de la estructura de la financiación de las empresas españolas

ponen de relieve que, efectivamente, tiene el defecto de que se apoya poco en el mercado de capitales. Desde luego, menos de lo que es habitual en los países de nuestro entorno. Las causas son diversas. Entre ellas se pueden mencionar la propia estructura industrial, los recelos que muchas empresas familiares tienen respecto a la participación externa en su capital (por las obligaciones que comporta en diversos aspectos), etc. A todo ello se ha añadido la profunda y dilatada crisis bursátil, que durante bastantes años ha mermado considerablemente las posibilidades de utilizar el mercado de capitales como fuente eficaz de financiación.

En lo que concierne al primero de los puntos señalados, hay que tener en cuenta que nuestra industria cuenta con una fuerte participación del sector público y también de empresas multinacionales.

El panorama, sin embargo, está cambiando. Por una parte, porque el sector público ha dado ya algunos pasos hacia la privatización, total o parcial, de algunas empresas y parece que se propone proseguir en esa línea. Por otra, porque la situación del mercado ha variado sustancialmente y permite la colocación de emisiones o de participaciones en empresas con mucha mayor facilidad.

En cuanto a la segunda parte de la pregunta, entiendo que se refiere más a la actitud de los ahorradores que a la de los demandantes potenciales de fondos. En ese sentido, creo que la valoración externa del riesgo empresarial sería positiva, pero que lo fundamental en estos momentos es la mejora de la información financiera, de periodicidad

suficientemente corta como para que los ahorradores y los analistas puedan conocer, de la manera más puntual posible, la situación de las empresas que hacen apelación al ahorro público. En este terreno se han registrado avances importantes, pero todavía queda camino que recorrer.

Juan José TORIBIO DAVILA

Secretario General Técnico de la CAIXA.

*¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?*

Me es difícil precisar un sólo elemento de liberalización en el proceso de cambio a que se ha visto sometido nuestro sistema financiero en la última década. A mi entender, han sido varios los factores que han desempeñado un papel fundamental en ese proceso. Entre ellos destacaría:

— La desaparición de la Junta de Inversiones, que «calificaba» las emisiones de obligaciones como aptas para cubrir el coeficiente de fondos públicos de bancos y cajas de ahorros. Por supuesto, ello creaba una demanda cautiva de dichos títulos, que se emitían a un interés bajo (de hecho, un precio político) ahuyentador de la demanda privada. La supresión de ese mecanismo distorsionador era, como se ha evidenciado, condición necesaria para el establecimiento de un mercado amplio de títulos de renta fija a medio y largo plazo.

— La equiparación funcional de bancos y cajas de ahorros,

instrumentada en el Real Decreto 2290/1977, de 27 de agosto.

— La liberalización gradual de los tipos de interés de las entidades de crédito, próxima a completarse. Es una lástima que no haya venido acompañada —como debía— de la eliminación total de los coeficientes de inversión obligatoria en las entidades de depósito.

— La autorización para el establecimiento de la banca extranjera. A pesar de las limitaciones a que se ha visto sometida, es evidente el papel renovador que ha jugado, actuando de reulsivo para los intermediarios nacionales.

— La instrumentación moderna de la política monetaria, con objetivos cuantitativos definidos y públicos, y con una actuación flexible de la autoridad, ejercida a través del mercado. Ello ha desembocado en la existencia de un mercado interbancario relativamente amplio y estable, sin fenómenos de racionamiento, y por consiguiente con precios —tipos de interés a corto plazo— que reflejan las condiciones subyacentes de oferta y demanda. Además, ha permitido el establecimiento de un floreciente mercado de financiación a largo plazo, aún en un contexto de expectativas de inflación altas e inciertas, por la vía de los préstamos a interés variable, en sus diversas fórmulas.

*¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?*

Me gustaría precisar ante todo el sentido del término «desintermediación», que ha adquirido un significado ambiguo en nuestro país. En general, en España, el vocablo se aplica a todas las

operaciones bancarias no tradicionales; se trata, en muchos casos, de una «desintermediación intermediada». En su sentido americano —más estricto— la palabra alude a las transacciones financieras directas entre inversores (por lo común, grandes empresas) y ahorradores sin intervención alguna de entidades financieras.

Pienso que las dos clases de fenómenos que designa la expresión son a la vez inevitables (fruto de la liberalización de mercados financieros y de la revolución tecnológica en informática y comunicaciones) y no necesariamente negativas, en cuanto que constituyen una expresión de libre competencia en los mercados de capitales a corto y largo plazo que, en definitiva, reduce los costes operativos.

*¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.*

Debo decir, en primer lugar, que me parece mal que tenga que existir una política de deuda, puesto que ello indica que el sector público incurre en déficit reiterados que constituyen una traba al crecimiento económico.

Sentada esta base, cabe afirmar que la ejecución de la política de endeudamiento público ha sido, en general, correcta. En las modalidades de deuda a medio y largo plazo se ofrecen hoy una variedad de instrumentos de distinta maduración y tasas de interés adaptadas a las preferencias de distintos tipos de ahorradores finales. La inminente puesta en marcha del sistema de anotaciones en cuenta proporcionará aún mayor flexibilidad y

liquidez a esos títulos y supondrá, sin duda, una formación de precios en los mercados primario y secundario más eficiente.

En la deuda a corto plazo (instrumentada hasta el presente en pagarés del Tesoro) hay, sin embargo, luces y sombras. En principio, estos títulos, están llamados a satisfacer la demanda de segmentos de mercado interesados en adquirir activos a corto, de riesgo casi nulo y, permiten, a la vez, instrumentar la política monetaria de forma óptima a través de operaciones *open market*.

Existen, sin embargo, dos factores que distorsionan en alto grado el mercado de estos títulos en España: el primero es la existencia del coeficiente de inversión obligatoria en pagarés del Tesoro de las entidades de crédito; el segundo es el privilegio de opacidad fiscal que les otorgó la Ley sobre Fiscalidad de Determinados Activos Financieros de mayo de 1985. Ambos factores distorsionantes son fruto de un intento de reducir artificialmente el coste aparente de la deuda pública, sin atender a las consecuencias negativas que de tales restricciones se derivan para el propio mercado de estos títulos, balcanizado a raíz de ellas.

*¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?*

Creo que, en este sentido, el Banco de España, al igual que el resto de las autoridades económicas, debe limitarse a crear un marco estable dentro del cual la iniciativa privada pueda desenvolverse a través de expectativas lo menos inciertas posible.

Soy, en general, partidario de la técnica anglosajona de la au-

torregulación de las instituciones presentes en el mercado, frente a la práctica latina —seguida en nuestro país— del intervencionismo reglamentador por parte de las autoridades.

Como ejemplo de nuevas actitudes plausibles, me gustaría sacar a colación la reciente iniciativa del Banco de España, convocando a representantes de los intermediarios financieros que operan en el naciente mercado de pagarés de empresa e invitándoles a proponer a las autoridades su propio proyecto de marco regulador que asegure la seriedad, liquidez y eficiencia de los intercambios.

*¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?*

En los últimos años, nuestro sistema financiero ha experimentado avances sustanciales, en cuanto que ha incorporado nuevos productos, ha abierto nuevos mercados y —lo que es más importante— ha acumulado un acervo de experiencia en el funcionamiento de instrumentos innovadores que le permiten afrontar con confianza un futuro de mayor libertad. En este sentido, me remito a lo ya comentado en la primera pregunta.

A pesar de los avances logrados, creo que todavía no estamos preparados para una incorporación plena a los mercados financieros internacionales. Ello es debido a dos motivos: en primer lugar, a las normas de control de cambios, que han sido extremadamente restrictivas desde 1938 hasta finales del pasado año, y que han propiciado un raquitismo lamentable en el mercado de divisas español. A nuestras empresas e inversores institucionales no les han preo-

cupado, en general, las cuestiones de inversión en divisas, porque el acceso a las mismas se encontraba fuertemente limitado. Nos falta, por tanto, experiencia y formación para acceder a los mercados internacionales como inversores profesionales.

En segundo lugar, no parece que las entidades financieras españolas tengan hoy la dimensión apropiada para competir en igualdad de condiciones y capacidad de servicio con las grandes instituciones europeas. Será necesario replantearse, en algún momento, la estructura y dimensión de nuestros intermediarios financieros.

*¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.*

Debemos distinguir dos segmentos dentro del mercado monetario español. En primer lugar, el mercado interbancario, que tiene, en general, un funcionamiento correcto. Es cierto que últimamente se ha producido algún incidente lamentable, pero con un carácter totalmente excepcional, y que no resulta del todo extraño en un mercado joven como el nuestro. En la perspectiva de la década larga que lleva funcionando el mercado interbancario, los incidentes han sido mínimos, sin conexión unos con otros y de importe y alcance muy limitados. A cambio, se ha obtenido un mercado muy flexible, amplio, eficiente y con costes de funcionamiento reducidos.

El resto del mercado financiero a corto plazo (en especial el de pagarés de empresa) tiene defectos de funcionamiento serios. No existe en él una valora-

ción de la solvencia de los emisores de títulos y se da una gran confusión en torno a las distintas emisiones en el mercado y a sus condiciones respectivas. Estos defectos son imputables a dos malos usos: la falta de transparencia tradicional de la empresa española y la falta de autorregulación de los participantes en el mercado y, muy especialmente, de sus intermediarios. Se echa en falta la presencia de *rating agencies*, fundamentales en el mercado americano de *commercial paper*, cuya función consiste en informar al inversor de la calidad de lo que está comprando con su dinero. Si no es posible la presencia en nuestro país de ninguna de las dos grandes agencias americanas, sería deseable la creación de una agencia española, siempre que fuera capaz de garantizar su independencia de juicio.

*A su entender ¿Qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?*

A pesar de los temores suscitados en junio de 1978 (cuando se autorizó su establecimiento), el efecto de la presencia de banca extranjera en España ha sido muy positivo. Los bancos extranjeros han supuesto un estímulo para la competencia y una llamada de atención para la permanente puesta al día de la banca nacional; han sido fuente constante de nuevas ideas y nuevos productos en nuestro sistema financiero; en casos concretos, se han hecho cargo de bancos en crisis y, por último, pero no con menos importancia, han constituido una excelente base de entrenamiento de profesionales españoles.

*¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos*

*pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?*

Creo que en los próximos meses vamos a presenciar un descenso significativo de la tasa de inflación. Por un lado, en la inflación acumulada de los doce últimos meses va a desaparecer el efecto de la introducción del IVA. Por otro, si la autoridad monetaria consigue mantener el crecimiento de M4 en el 8 por 100 (restrictivo en comparación al 11 por 100 del pasado ejercicio), las expectativas de este mismo hecho serán suficientes para imponer cautela en las decisiones de elevación de precios por parte de los distintos agentes. Por último, todo parece indicar que las alegrías en las alzas de salarios sufridas en 1986 no se van a repetir en este ejercicio. Con todo, es preciso no bajar la guardia y tener presente que el diferencial de inflación con nuestros consocios de la CEE se mantendrá, en el mejor de los casos, entre un 2,5 y un 3 por 100, lo que nos obligará a realizar esfuerzos adicionales en ejercicios sucesivos.

Esta tendencia descendente de la inflación debe impulsar también a la baja los tipos de interés nominales. No obstante, ese efecto puede verse compensado, en parte, por tensiones alcistas en el componente *real* de los tipos, derivadas del déficit público —todavía importante— y de la propia disciplina monetaria anunciada por el Banco de España. Como resultado de todo ello, en el ejercicio 1987 podremos observar una cierta reducción en los tipos de interés, pero menos pronunciada que el descenso experimentado por la tasa de inflación. Esa parece, al menos, la previsión más razonable con los datos hoy disponibles.

*¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?*

Las empresas españolas acuden muy poco a la Bolsa en busca de fondos, por razones de opacidad fiscal. En general, tienen miedo al fisco, y no les faltan razones para ello. En la esencia de todo mercado (y la Bolsa no es excepción) late una necesidad de máxima transparencia: quien compra quiere conocer con suficiente detalle lo que adquiere a cambio de su dinero. Así pues, la exigencia de transparencia del inversor choca con el deseo de buena parte de los empresarios de mantener la mayor opacidad posible frente a Hacienda.

Por otro lado, los inversores bursátiles sufren en España, en general, un trato fiscal más oneroso de lo que es común en Europa, tanto por lo que se refiere a las plusvalías (que se consideran renta corriente en España, frente a un trato fiscalmente favorable en otros países) como por la doble imposición de los dividendos, corregida sólo en parte con la desgravación del 10 por 100 en el IRPF.

En definitiva, la fiscalidad española penaliza a quienes operan en el mercado y distorsiona el funcionamiento del mismo.

Supongo que en la segunda parte de la pregunta, con la expresión «valoración externa del riesgo empresarial» se quiere aludir a los servicios de las *rating agencies*, a las que ya he hecho referencia antes. Reitero lo que ya he dicho allí: en ausencia de las dos grandes agencias estadounidenses, cuya independencia está fuera de duda, las posi-

bles agencias clasificadoras españolas que podrían crearse no sólo debieran ser independientes, sino también tendrían que parecerlo, más allá de toda duda razonable, único camino para ser tomadas en serio por los mercados.