

Introducción Editorial

POLITICA MONETARIA Y SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Existe la convicción general de que la complejidad y grado de sofisticación de un sistema financiero es progresivamente creciente conforme avanza el desarrollo real de los países, y en directa relación con la medida en que ese crecimiento se cimienta en el funcionamiento libre del mercado y está penetrado por el espíritu de la competencia.

En buena medida, estas amplias claves explicativas de la evolución de los sistemas financieros están también en la base del proceso vivido por el sistema financiero español en épocas recientes. El año 1977 marca, por muchas razones, un punto significativo en la transición desde un sistema financiero rígido e intervenido hacia su actual configuración como un sistema sustancialmente libre y desregulado, en el que las decisiones básicas se adoptan por el mercado en similar medida a como ocurre en la mayoría de los países relevantes del entorno económico de España.

A partir de mediados de 1989, una nueva fuerza motriz del cambio financiero ha venido a sumarse a las anteriores: la decisión de incorporar la peseta al Sistema Monetario Europeo. Una decisión importante que, junto con la liberalización creciente de los movimientos de capitales, constituye una pieza decisiva del camino hacia la construcción del mercado único europeo en el terreno financiero.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se ha ocupado reiteradamente del proceso de transformación financiera en España, directamente desde sus páginas y también desde *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, como expresión del quehacer investigador básico en esta área de la Fundación FIES, de las Cajas de Ahorros Confederadas. En sus páginas, el lector interesado puede encontrar tanto repasos globales de la transformación financiera española como el análisis sistemático y detenido de los activos, mercados e instituciones que han tenido un papel más destacado en ese proceso de cambio. La última de esas visiones globales sobre el estado del proceso de transformación del sistema financiero español fue abordada en el número 36, de 1988, de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. La convicción de que desde esa fecha, aún no lejana, hasta hoy se han producido modificaciones importantes y trascendentes en el panorama financiero español demandaba una nueva revisión conjunto del sistema financiero.

Esta es la pretensión básica del presente número de PAPELES, que forma, junto con el número 44, una unidad básica dividida, para comodidad de

**PUNTOS CLAVE
Y PRINCIPALES
MANIFESTACIONES
EN LA EVOLUCION
RECIENTE DEL
SISTEMA
FINANCIERO
ESPAÑOL**

los lectores, en dos volúmenes distintos, pese a lo cual ambos responden, con coherencia interna, a la común pretensión de ofrecer un nuevo repaso de los puntos que se estiman básicos en el actual panorama del sistema financiero español.

No es fácil identificar los puntos centrales de cualquier proceso de cambio prolongado, amplio y profundo como el experimentado por el sistema financiero español. Sin embargo, con referencia a los años más próximos a la actualidad, parece claro que hay, al menos, cuatro claves que sin duda han estado en la base de la transformación financiera en España. Son éstas:

1.^a) La continuidad en la *desregulación* del sistema crediticio y la modificación *normativa* de otros subsectores del sistema financiero. Cabe recordar aquí normas recientes de indudable trascendencia, tales como: el Acuerdo de Consejo de Ministros de 19 de junio de 1989 que integraba la peseta en el Sistema Monetario Europeo, el Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, que practica el desarrollo institucional previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, sobre Mercado de Valores, y la Orden de 21 de febrero de 1990, que modifica el coeficiente de caja en las entidades de crédito, así como la Circular del Banco de España que la desarrolla.

Variaciones normativas quizá menos numerosas que en años anteriores, aunque de indudable importancia, a las que habría que añadir otras medidas fiscales y jurídico-mercantiles con trascendencia financiera. No todas las decisiones han ido en la misma dirección desreguladora. Así, por ejemplo, la exigencia de un depósito no remunerado del 30 por 100 de los préstamos o créditos financieros exteriores y la fijación por parte del Banco de España, tanto en 1989 como en 1990 y por la vía de la «recomendación», carente de normativa, de límites cuantitativos al crecimiento del crédito en entidades de depósitos van en una línea de intervención contraria al espíritu de liberalización.

2.^a) El propio proceso de integración europea en el ámbito financiero, que ha recibido recientemente el impulso de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, que consagra el principio de licencia única, genera cambios importantes en las expectativas y estrategias de las instituciones financieras, a la vez que amplía las opciones y mercados abiertos tanto a las entidades como a los inversores finales, particularmente a partir de la plena liberalización de los movimientos de capitales prevista para 1993.

3.^a) Una tercera coordenada del proceso de transformación financiera se sitúa en el creciente desarrollo del marco de competencia en que las entidades deben operar. Una competencia que en algunas actuaciones —como la aparición de las «supercuentas»— no ha estado exenta de ciertos elementos de agresividad, poco habituales en el pasado dentro del sistema crediticio español.

Competencia activa en cuya base se encuentra, entre otras causas, la mejor información y educación financiera de los ciudadanos y las nuevas posibilidades ofrecidas por el avance experimentado en la tecnología aplicable al sistema financiero.

4.^a) Las crecientes dificultades en la instrumentación de la política monetaria, derivadas tanto del propio sistema financiero —de su proceso de innovación y de su mayor apertura al exterior— como de las interferencias que en su desarrollo introducen la política presupuestaria y las necesidades de financiación de un déficit público persistente.

Con base en estos elementos centrales, la transformación experimentada por el sistema financiero español ha tenido manifestaciones claras que, con afán de síntesis, podrían resumirse, en sus rasgos principales, en los diez puntos siguientes:

1. El desarrollo del tejido institucional del sistema financiero, en lo que se refiere tanto a la aparición de nuevas entidades como al aumento de posibilidades operativas de las existentes.
2. La práctica desaparición de diferencias operativas básicas entre las distintas instituciones que componen el sistema.
3. El impulso acentuado de la innovación financiera, en cuya raíz el objetivo de ofrecer un mayor rango de opciones a la clientela y practicar la cobertura de diferentes riesgos ha ganado puntos respecto a los procesos de innovación impulsados por la pretensión de huir de regulaciones —cada vez menores—, aunque subsiste la innovación vinculada a la denominada «ingeniería financiera» como medio de elusión de exigencias fiscales.
4. Creciente internacionalización de los mercados, con tendencia a una acentuación conforme avance el proceso de libertad plena de movimiento de capitales.
5. Cambios sustanciales registrados en la actitud, comportamiento y estrategia de las entidades financieras para adaptarse a un nuevo marco más competitivo que el existente en el pasado.
6. Fuerte desarrollo e interpenetración de los mercados. A la profundización del mercado monetario y a la extensión de los nuevos mercados de deuda pública anotada hay que sumar los cambios institucionales practicados en el mercado de valores, que apuntan hacia una modificación en profundidad de esta parcela financiera.
7. Revisión en profundidad de los aspectos estructurales del sistema bancario (dimensión, eficiencia y rentabilidad), en la búsqueda de posiciones frente a la futura evolución del sistema financiero.
8. La confortable sanidad financiera de las instituciones y las nuevas rutas de la supervisión financiera, más centrada en criterios prudenciales que en cumplimientos normativos respecto a la operativa, cada vez más libre.
9. La búsqueda de fórmulas de capitalización para las entidades financieras en general, y para las cajas de ahorros en particular, que faciliten el cumplimiento de las normas establecidas con generalidad en este terreno.
10. El alto nivel de los tipos reales de interés, que complica la instrumentación conveniente de la política monetaria, aunque, en parte, el nivel y la variabilidad de los tipos de interés sean fruto de la propia política

**POLITICA
MONETARIA
Y SISTEMA
FINANCIERO**

monetaria, en su tónica actuación en soledad para reprimir las tensiones inflacionistas derivadas de una economía en fase avanzada de desarrollo.

En ese amplio marco de referencia, el número 43 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se centra en los temas relativos a la política monetaria y a la visión global de la estructura y evolución del sistema financiero. El número 44, complementariamente, se ocupa más específicamente de los temas del sistema crediticio y del mercado de capitales en España.

En ese convencional reparto de contenido, el presente número de PAPELES se plantea un campo problemático que tiene dos polos de atracción distintos. Por una parte, se analizan con profundidad aspectos diversos de la política monetaria: su definición, efectividad e interferencias. Por otra, se trata de situar al lector frente a los rasgos cuantitativos fundamentales del sistema financiero y de ofrecer los puntos básicos de su reciente evolución. En este sentido, siete temas distintos, aunque obviamente relacionados, agotan el contenido de este número 43 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

- 1.º) El problema de la autonomía y configuración conveniente de la autoridad monetaria.
- 2.º) Las implicaciones que para la política monetaria de los países miembros tiene el proceso de transición hacia la construcción de la unión monetaria europea.
- 3.º) Los aspectos relativos a la instrumentación y cuestiones actuales de la política monetaria española.
- 4.º) Las conexiones entre la política monetaria y la presupuestaria.
- 5.º) El análisis de los condicionantes de los tipos de interés en España.
- 6.º) La estructura y evolución global del sistema financiero español en la década de los ochenta.
- 7.º) La exploración de las actitudes de los españoles ante diferentes aspectos del sistema financiero español, a partir del sondeo de opinión realizado por la Fundación FIES, de las Cajas de Ahorros Confederadas.

**La autonomía de la
autoridad monetaria**

Un tema con cierta tradición en el análisis de la efectividad de la política monetaria, respecto a su objetivo básico de influir sobre el gasto nominal de una economía, es el relativo a la autonomía o dependencia de los bancos centrales respecto a las decisiones del gobierno. La hipótesis más compartida es la que sostiene que la mayor dependencia del banco central respecto a las decisiones gubernamentales resta efectividad a la política monetaria.

Un reciente trabajo de A. Alesina (cuya versión castellana puede verse en *Cuadernos de Información Económica*, n.º 34), sobre los ciclos políticos y económicos en las democracias industriales, ha vuelto a poner el tema sobre la mesa de debate. Desde una perspectiva propia de la denominada «teoría de la elección social», el citado autor, tras analizar la situación en 17 países, muestra la relación entre el grado de independencia de los bancos centrales respecto al ejecutivo y el grado de consecución de los

objetivos de control de inflación. En el caso de Europa, los extremos van desde Italia y España, que presentan la mayor dependencia del banco central y el menor grado de consecución de la estabilidad económica, hasta Alemania Federal, que presenta una mayor autonomía de la autoridad monetaria y grados visiblemente más eficaces de cumplimiento de los objetivos monetarios.

Partiendo de esta apreciación inicial, el trabajo del profesor **Tomás Ramón Fernández** ofrece un repaso del binomio autonomía-independencia de los bancos centrales en los países de la Comunidad Europea, desde una perspectiva jurídica, política y económica.

De su análisis parece deducirse, con toda claridad, la conveniencia de un régimen jurídico constitucional que asegure la independencia del banco central, a la medida de cada realidad concreta. Independencia que no implica la ruptura de vínculos entre los bancos centrales y el gobierno y el Parlamento, sino el logro de un equilibrio institucional que aporte una mayor eficiencia a la actuación de la autoridad monetaria.

El proceso de construcción de la unión monetaria en Europa otorga una nueva dimensión al problema de la autonomía del banco central. En efecto, en la segunda etapa del denominado Plan Delors está prevista la creación de un banco central europeo, el *Eurofed*, con la misión de establecer para el conjunto de la Comunidad orientaciones globales en la política monetaria. Los países comunitarios que vienen siguiendo en sus propios bancos centrales nacionales el criterio de independencia —y que, como ya se ha indicado, son los que han generado una mayor estabilidad en los años recientes— apoyan la idea de que el *Eurofed* tenga una total autonomía para cumplir el objetivo prioritario de la estabilidad de precios, lo que implica su protección respecto a interferencias políticas, sin perjuicio del control que corresponda dentro de un marco democrático.

Los países de la Comunidad Europea han avanzado en los últimos años, con indudable decisión, en la construcción de la unión económica y monetaria, desbordando incluso las previsiones temporales del Plan Delors. Sin embargo, el camino que media entre un conjunto de países con monedas flotantes, en los que la política monetaria autónoma tiene una función básica de regulación de la demanda interna, y un área integrada con tipos de cambio fijos en forma irreversible, y con una política monetaria común para toda el área, es una ruta erizada de dificultades y exigencias.

En Europa, la fase de transición caracterizada por la apertura de fronteras, el desmantelamiento de los controles de cambio y la fijación de tipos de cambio fijos, pero ajustables, dentro de las normas del SME, supone una cesión de autonomía de los países miembros, en beneficio del área, que implica una clara limitación a las posibilidades de utilización de las políticas monetarias nacionales. Quizás el problema más grave deriva de que la pérdida de autonomía nacional en la política monetaria debe convivir con el mantenimiento de tal autonomía en otras áreas de la política económica, y particularmente de la política presupuestaria. El drama de la política monetaria en la fase de transición es que, pese a las señaladas limitaciones,

La transición hacia la unión monetaria europea: una visión general

se espera de ella que genere el impulso necesario para reintegrar a los países con desviaciones a la senda comunitaria común.

El profesor **Robert Raymond**, Director de Estudios del Banco de Francia, ofrece, en su valiosa colaboración en este número de PAPELES, importantes reflexiones sobre los retos del proceso de transición hacia la unión monetaria. Cinco enseñanzas cabe destacar del contenido de su extenso y documentado trabajo:

1.^a) Las divergencias económicas entre los países integrantes del área monetaria dificultan el mantenimiento de la fijeza de los tipos de cambio o generan problemas en las economías nacionales que desembocan, a medio plazo, en la necesidad de reajustes de paridades.

Las divergencias más significativas son las relativas a tasas de inflación, a desequilibrios de las balanzas de pagos, a déficit presupuestarios y a disparidades en la estructura de costes de producción.

La convergencia básica de estas disparidades debe buscarse por políticas económicas internas adecuadas, sin hacer única responsable de su eliminación a la política monetaria.

2.^a) Las divergencias sólo pueden atenuarse con el tiempo. Por ello, es indispensable la existencia de una estrategia a medio plazo que reduzca incertidumbres y permite una instrumentación de la política monetaria sobre bases más estables. La importancia de esa afirmación, a medio plazo, de una estrategia que permita lograr un desarrollo económico en condiciones de estabilidad resulta fundamental, y no sólo para conseguir eficacia en las medidas monetarias y fiscales, sino para permitir la formación de expectativas estables de los agentes económicos.

3.^a) La coordinación entre las políticas monetarias de los países miembros requiere la independencia de los bancos centrales respecto a sus correspondientes gobiernos, para evitar conflictos entre los objetivos comunes del área y las exigencias ocasionales que los gobiernos nacionales podrían imponer a la política monetaria para financiar los déficit públicos.

4.^a) Las perturbaciones internas y externas que pueden surgir ocasionalmente —tales como la caída de la tasa de ahorro, las elevaciones excesivas de salarios, los diferenciales de productividad o los precios energéticos—, alterando el curso normal de los acontecimientos económicos, se deben tratar de corregir mediante estrategias que combinen diferentes medidas de política económica, sin recurrir a modificaciones en el tipo de cambio.

5.^a) En un área monetaria con paridades fijas, es preciso que las desviaciones que se produzcan se corrijan con prontitud y energía, para evitar el deterioro de la credibilidad y la acumulación explosiva de divergencias.

Por otra parte, parece indispensable la existencia de una cohesión firme entre los centros de decisión.

La importancia de estas enseñanzas para la economía española es evidente, y los problemas que su incorporación a los criterios de política económica implica constituyen el objeto de buena parte de las colaboraciones contenidas en este número, a las que a continuación se hará referencia.

Los retos que comporta la participación en ese proyecto de unión monetaria europea, vistos desde la cota de la política monetaria española, es el objeto del estudio y reflexiones que se ofrecen en el extenso y excelente artículo de **José Luis Malo de Molina** y **José Pérez Fernández**.

Los problemas actuales de la política monetaria en España

Desde 1973, España sigue un sistema de control monetario en dos etapas que implica el seguimiento de un objetivo intermedio —un agregado monetario cuya definición ha ido ampliándose a lo largo del tiempo— para alcanzar determinados objetivos últimos en términos de gasto nominal y tasa de inflación.

A juzgar por sus resultados, tanto respecto a la moderación de las tensiones inflacionistas como desde el punto de vista de la colaboración al logro de una línea de convergencia de la economía española hacia la «norma» comunitaria, no cabe duda de que la política monetaria ha sido efectiva.

En los años recientes, sin embargo, en España, como en el resto de los países, ha ido surgiendo una creciente desconfianza en las reglas cuantitativas de control monetario. Una desconfianza nacida de la duda acerca de la estabilidad de la relación entre objetivo intermedio y objetivo último, y de la propia adecuación de la instrumentación del control a partir de la regulación de los activos de caja del sistema bancario. La existencia de déficit públicos persistentes y el amplio desarrollo de la innovación financiera han ido afectado, en el transcurso del tiempo, a la representatividad de los ALP como magnitud objeto de control. Incluso algunos componentes de los agregados monetarios, como el efectivo en manos del público, han experimentado cambios significativos de tendencia, desde 1985, hacia una etapa expansiva con cierto carácter de permanencia, lo que complica aún más el control de agregados monetarios. **Gabriel Quirós** se ocupa en su artículo de las causas potenciales de este cambio de tendencia, que, en su opinión, está asociado a fenómenos ligados a la expansión de la economía sumergida, pero también a la consideración del efectivo como depósito de valor transitorio, en espera de su desplazamiento hacia activos fiscalmente opacos o, simplemente, hacia bienes de consumo duradero.

Es cierto que la política monetaria española ha tenido, desde sus inicios, una concepción pragmática y flexible, y ha ido ajustando sucesivamente la definición del agregado monetario objeto de control en función del proceso innovador y del cambio en la composición de las carteras de los inversores. Y también es cierto que en la instrumentación de la política monetaria se ha ido prestando una atención creciente al comportamiento de los tipos de interés. De esta forma, el control monetario en España ha ido girando paulatinamente su foco prioritario de atención desde los agregados monetarios hacia el logro de una menor variabilidad en los tipos de interés y de la estabilidad en el tipo de cambio.

José Luis Escrivá nos ofrece en su trabajo dos reflexiones de interés respecto a la conducción de la política monetaria española. La primera es que la naturaleza de los problemas con que ésta se ha enfrentado responde más a la creciente complejidad de la realidad económica y financiera y, por tanto, de las exigencias a que debe atender las política monetaria, que a cuestiones de orden técnico o de instrumentación. La segunda cuestión

que suscita es que, cuando se acude a un análisis tendencial, las actuaciones de la política monetaria española de los últimos años muestran una trayectoria coherente y bien definida, en cuyo transcurso el Banco de España ha ido introduciendo cambios en el diseño e instrumentación de la política monetaria en respuesta a las transformaciones económicas y financieras que se han registrado. Desde esa perspectiva, analiza cuestiones que han estado —y continúan estando— en el centro del debate actual sobre la política monetaria, tales como la inestabilidad de los multiplicadores monetarios, la pérdida de contenido informativo de los diferentes agregados y los cambios en el esquema de control seguido, e insiste en la conveniencia de diversificar los instrumentos monetarios, de forma que unos sirvan como elementos de transmisión de mensajes al sistema financiero y otros como herramientas más ágiles de intervención por la vía de operaciones de mercado abierto, de forma que mejore la eficacia de la política monetaria en su objetivo de control de la evolución del gasto nominal, sin pérdida sustancial en la estabilidad a corto plazo de los tipos de interés.

Es innegable, sin embargo, la existencia de obvias dificultades surgidas en la instrumentación de la política monetaria española en los últimos años. En particular, a partir de 1987, las disfunciones del sistema de control monetario se han ido agravando como consecuencia inevitable de la persistente expansión de la demanda interna y de la creciente interdependencia con el exterior.

En este amplio panorama de la definición e instrumentación de la política monetaria en España, **José Luis Malo de Molina** y **José Pérez Fernández** destacan tres núcleos de dificultad en la gestión de la política monetaria española, tal como ésta se ha practicado en el pasado inmediato:

- La magnitud del déficit público y las dificultades para su financiación en un marco de innovación financiera.
- La resistencia de la política económica para definir una combinación de políticas distintas —no sólo la monetaria— para acelerar la convergencia de la economía española hacia la de los países comunitarios, en un marco de estabilidad cambiaria.
- La existencia de barreras al funcionamiento del mecanismo de transmisión, por la vía del tipo de interés, en un sistema financiero con mercados desarrollados e internacionalizados.

Un conjunto de problemas que alcanzaron su nivel crítico en el primer semestre de 1989, mostrando con toda evidencia el carácter insuficiente de los medios tradicionales de la política monetaria para lograr los objetivos establecidos de cara a moderar las tensiones inflacionistas y el déficit exterior.

Como señala el *Informe Anual* del Banco de España correspondiente a 1989, «el conjunto de medidas tomadas en la primera mitad del año resultó, de un lado, ineficaz a la hora de doblegar el fuerte ritmo de avance de la demanda nominal y el deterioro de las expectativas inflacionistas, en unas condiciones de fuerte pulsación del gasto privado y de ejecución expansiva de los Presupuestos del Estado, y de otro, puso de manifiesto la insuficiencia

o falta de coordinación de los instrumentos de política económica para alcanzar los objetivos de moderar la inflación y estabilizar el tipo de cambio».

En ese marco de dificultad, se produce la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, con el consiguiente compromiso de mantener la estabilidad cambiaria. Pero ello obliga a adoptar medidas excepcionales para frenar la dinámica expansiva de las magnitudes monetarias, de forma que permitieran a la economía española extraer el máximo beneficio del nuevo sistema, a la vez que dotar de credibilidad a la nueva actitud estabilizadora que la incorporación al SME comporta.

Esta es, sin duda, la razón de la adopción de una serie de medidas que acompañaron, a mediados de 1989, a la entrada de la peseta en el SME. Medidas que incorporaban, entre otras, la polémica limitación cuantitativa del crédito concedido por las instituciones financieras al sector familias y empresas. Medida nacida con carácter provisional, cuya continuidad en 1990 han aconsejado el pulso aún excesivo del gasto interno privado y la inexistencia de una política presupuestaria contractiva.

El ingreso de España en el mecanismo del Sistema Monetario Europeo supone: en primer lugar, el reconocimiento de la internacionalización de las economías y la clara conciencia de la sociedad española de que es imposible pretender —como a veces constituyó un mito en el pasado— un crecimiento sólido aisladamente, al margen de la evolución de los restantes países del entorno económico; en segundo lugar, apostar decididamente por la carta de la integración europea, a la que la sociedad española se había adherido en 1985, coincidiendo con un resurgimiento de la propia idea de la construcción de un mercado único, acelerada tras la firma del Acta Unica, suscrita por España en 1986. Pero, en forma más inmediata, la entrada en el mecanismo cambiario del SME suponía reconocer la utilidad de un sistema de tipos de cambio estables como elemento impulsor de los flujos comerciales y de inversiones dentro del área que permitieran registrar efectivamente los beneficios teóricamente imputables a un proceso de integración económica, a cambio de unos exigentes compromisos estabilizadores para la política económica interna de los que la sociedad española debe ser plenamente consciente y el gobierno extremadamente celoso en su cumplimiento.

La política monetaria española adquiriría así, tras la entrada de la peseta en el SME, un primer compromiso básico: el mantenimiento de la *estabilidad del tipo de cambio*. Sin embargo, este compromiso necesario es insuficiente para rentabilizar los efectos beneficiosos de la pertenencia a un área integrada si no va acompañado de una estabilización de precios que asegure la convergencia de las tasas de inflación de España con las de los países centrales de la Comunidad Europea. El diferencial de inflación deteriora la competitividad de los bienes y servicios españoles y genera déficit en la balanza de pagos por cuenta corriente. Esta dura exigencia no admite opciones.

De modo que no tendría ningún sentido ingresar en el SME para proceder a continuas depreciaciones de la peseta con objeto de mejorar el desequi-

librio exterior, porque ello va en contra del espíritu y de las reglas que rigen la pertenencia al Sistema Monetario Europeo, basado precisamente en la estabilidad de los cambios, y tampoco se puede aspirar, como solución permanente, a que la financiación del déficit exterior se realice por la vía de la entrada de capitales extranjeros, que resultaría insostenible a medio y largo plazo si la política económica nacional no estabiliza, con medidas resueltas y eficientes, el nivel de precios disminuyendo la inflación.

En su clarificadora colaboración en este número, **José Viñals** llama la atención precisamente sobre los efectos negativos que puede producir la plena movilidad de capitales en la CEE, a partir del 31 de diciembre de 1992, sobre el cumplimiento puntual de los deberes estabilizadores de los socios del SME. Es evidente que las entradas y salidas de capitales pueden tener un carácter desestabilizador, dificultando así los objetivos de la política económica en relación al tipo de cambio; pero el riesgo más solapado, sobre el que se centra la colaboración de **J. Viñals**, es que los movimientos de capitales, en un contexto de plena liberalización, permiten financiar con aparente facilidad los déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, pudiendo generar un retraso de gravedad incalculable en la adopción de medidas que contengan la inflación y mejoren la competitividad internacional de los productos españoles, lo que puede conducir a crisis futuras insostenibles en la balanza de pagos por cuenta corriente.

De esta forma, moderar el crecimiento de la demanda interior al ritmo que permite la evolución de la producción potencial se constituye en el objetivo básico de la política económica, para evitar futuros desequilibrios de balanza de pagos que pongan en entredicho la continuidad en el proceso de crecimiento estable de la economía española.

En suma, la lógica de la pertenencia de España al área de la unión monetaria europea, en fase de transición hacia la integración plena, requiere una *nueva* definición de la política económica, cuyos ingredientes fundamentales son los siguientes:

1.º) La necesaria coordinación de las políticas monetarias nacionales. En un esquema de integración económica y monetaria, el mantenimiento de autonomías nacionales en la definición de la política monetaria es una ficción. La coordinación *ex-ante* de las políticas monetarias nacionales es indispensable para asegurar su coherencia con los compromisos adquiridos desde el punto de vista de la estabilidad.

A veces se piensa, inadecuadamente, que una vez fijado el compromiso de estabilidad del tipo de cambio, la política monetaria se convierte en un mecanismo rutinario que no requiere el control adicional de los agregados monetarios. Sin embargo, la experiencia demuestra que la necesidad de control monetario subsiste como un medio indispensable de frenar el dinamismo del gasto nominal y moderar las tensiones inflacionistas. El coste de no hacerlo así es la acumulación de déficit exteriores que, a la larga, presionan sobre la propia estabilidad cambiaria.

La estrategia monetaria seguida en el Reino Unido, expuesta en la colaboración de **Joaquín Zamorano**, ilustra esta arriesgada línea de actuación.

Gran Bretaña fue uno de los primeros países en que la pérdida de confianza en los agregados monetarios condujo al abandono de objetivos explícitos en este sentido, instrumentando una política monetaria más pragmática, con atención creciente a la estabilidad del tipo de cambio dentro de una libertad plena de movimiento de capitales.

Lo más singular de la experiencia británica —cuya moneda, como es sabido, no está incorporada al mecanismo de disciplina cambiaria del SME— es la decisión adoptada, entre marzo de 1987 y febrero de 1988, de seguir informalmente al marco alemán. Los problemas derivados de esa decisión —que **Joaquín Zamorano** analiza— constituyen un ejemplo aleccionador de que no es posible conciliar el equilibrio interno y externo de la economía cuando la política monetaria se fija como única responsabilidad la estabilidad del tipo de cambio bajo condiciones de tasas de inflación diferenciales entre los países.

2.º) La obligada redefinición de la combinación de políticas económicas, y fundamentalmente monetaria y presupuestaria, que permita el diseño de una actuación monetaria basada sobre la programación a medio plazo de las variables claves del sector público. Una programación que asegure la coherencia de la política económica y reduzca las incertidumbres, permitiendo, sin sobresaltos, una acomodación del comportamiento de los agentes económicos.

3.º) El reconocimiento de que, con ser importantes, las políticas de demanda son insuficientes, y deben ir acompañadas de las reformas tendentes a mejorar la productividad y competitividad de los bienes y servicios españoles en los mercados internacionales.

Como señala **Ignacio Mauleón** en la nota que ha preparado para este número de PAPELES, el diagnóstico y tratamiento de los problemas económicos debería orientarse a crear las bases necesarias para dotar el insuficiente equipo capital de la economía española. La política monetaria, cuyos pecados tradicionales son la soledad y su incapacidad para alcanzar unos objetivos múltiples —la estabilidad del tipo de cambio y de los tipos de interés— únicamente por sus propios medios, debería limitar su objetivo primordial a tratar de atemperar las perturbaciones financieras, favoreciendo la estabilidad y creando un entorno menos incierto. Una combinación de una política monetaria de este tipo con otras políticas, fiscales y microeconómicas, que fomenten la competitividad por la vía de evitar los aumentos excesivos tanto de los salarios monetarios como de los beneficios empresariales, estimulando la generación de ahorro nacional como variable estratégica indispensable para financiar la inversión generadora de los necesarios aumentos de la productividad, parece ser la única alternativa con sentido a la situación actual.

De lo anteriormente expuesto parece deducirse con claridad que el duro camino del acercamiento de la economía española hacia la comunitaria, dada la escandalosa divergencia actual, dentro del marco de los compromisos adquiridos con la entrada española en el SME, no puede recorrerse a expensas exclusivamente de la política monetaria. Es una exigencia global

**Exigencias para
la política
presupuestaria**

que llama a contribuir en esa indispensable tarea colectiva a todos y cada uno de los instrumentos de la política económica.

Un comportamiento adecuado de las rentas, que evite que la inflación de hoy se perpetúe incorporándose a los costes salariales y no salariales, autoalimentando su curso, o una política que propicie las necesarias reformas estructurales para mejorar la flexibilidad de la economía, son, por ello, elementos indispensables de la necesaria política económica española. Pero sobre todo, por su dimensión cuantitativa y cualitativa, la política presupuestaria constituye un ingrediente imprescindible en el esfuerzo de hacer efectiva la integración de España en Europa. ¿De qué vale una política monetaria rigurosa, que aspire a estabilizar la economía y el tipo de cambio, si el sector público mantiene una actividad expansiva o genera, con su recurso a sistemas poco ortodoxos de financiación, inestabilidades en el funcionamiento del sistema financiero?

Por ello, un punto crucial que se reitera en muchas de las colaboraciones contenidas en este número de PAPELES es la estricta necesidad de disponer de una política presupuestaria coordinada con la política monetaria. Un diseño de política presupuestaria que ha de tener como punto de partida fundamental la programación comprometida de una reducción a *medio plazo* del nivel de gasto público que permita no sólo la desaparición del déficit, sino incluso la realización de un superávit presupuestario, única situación que la coyuntura económica previsible en los próximos años hace compatible con la continuidad del necesario desarrollo económico español en línea con su crecimiento potencial en tasas anuales entre el 4 y el 5 por 100.

Frente a esta necesidad, los Presupuestos Generales del Estado para 1990 parecen marcar un distanciamiento claro de las exigencias expuestas. No son fruto de una programación a medio plazo —en realidad, es un Presupuesto para medio año, dado el retraso en su presentación y aprobación— y se proponen una pausada reducción del déficit, incompatible con los compromisos del SME —y sobre cuya efectividad siempre planea la duda de saber en qué medida responderá a cifras efectivas o a las derivadas, como tantas veces en el pasado, de puros ajustes contables—, cuando se necesita un superávit para que el comportamiento público sea coherente con las exigencias económicas derivadas de un análisis solvente a partir de unos escenarios razonables para la economía española —escenarios que, dicho sea de paso, han desaparecido en la presentación de los Presupuestos para 1990—, sin dar entrada a esfuerzos de imaginación poco compatibles con la experiencia pasada y con las tendencias económicas subyacentes.

En el marco de libertades propio de un mercado único, en el que el éxito de la economía española —como afirma en su nota **José Manuel González-Páramo**— vendrá determinado por su capacidad para mantener el proceso inversor y asegurar su financiación estable, la política presupuestaria puede contribuir decisivamente en tres frentes: coordinación con la política monetaria, fomento del ahorro nacional y estímulo de la competitividad de la economía.

Cinco aspectos, al menos, deben constituir elementos claves en el diseño

y ejecución de la política presupuestaria adecuada con la que no contamos en la hora presente:

1.º) Debe programarse a *medio plazo*, de forma que se permita la acomodación del comportamiento de los agentes económicos sobre la base de unas expectativas menos inciertas y se posibilite el diseño sin sobresaltos del resto de las políticas económicas; sólo con un programa de objetivos a plazo medio establecido con firmeza, comprometido públicamente y realizado con perseverancia se puede reducir la incertidumbre para los restantes actores del proceso económico, y disponer de un criterio para enjuiciar la viabilidad y conveniencia de los objetivos a corto plazo.

2.º) Las necesidades de la economía española reclaman una política presupuestaria de claro carácter restrictivo, que consiga dominar la persistencia del déficit público de naturaleza estructural no como fruto pasivo del crecimiento nominal de la economía, sino como efecto del esfuerzo decidido de *reducción del gasto público*, fundamentalmente en subvenciones y transferencias, difícilmente justificables en la fase de fuerte expansión económica característica de la situación actual. Un esfuerzo economizador que no puede ya detenerse en la pura eliminación del déficit, sino que reclama la liquidación con superávit de los Presupuestos públicos. Fijar ese rumbo con precisión es decisivo para asentar el crecimiento futuro.

3.º) La reducción del gasto debe ir acompañada de una mejora en la eficacia con la que los recursos públicos se utilizan. De otra parte, una reestructuración de la composición del gasto público hacia la creación de infraestructuras, de las que la sociedad española acusa tantas carencias, y hacia la mejora de la educación y la sanidad sería una actuación positiva sobre el necesario crecimiento potencial de la economía española en su convergencia hacia Europa.

4.º) La política presupuestaria debe generar un aumento del ahorro nacional, indispensable para la financiación del proceso de inversión. Y debe hacerlo aumentando el ahorro público sin dañar, por la vía de la exigencia de una presión fiscal personal y empresarial excesiva, la generación de ahorro privado. Aún más, la política presupuestaria debe contener elementos estimulantes —fundamentalmente de carácter tributario— del ahorro de las familias, deteniendo así la preocupante tendencia decreciente de la tasa de ahorro privado en España.

5.º) Desde el punto de vista del ámbito temático de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, una exigencia adicional, y extraordinariamente importante para la política presupuestaria, es su comportamiento solidario con la política monetaria y financiera, sin caer en el error de creer que la política presupuestaria puede resolver todo por sí sola, olvidando el papel decisivo reservado, en todo caso, a la política monetaria. Es opinión unánime que un comportamiento presupuestario que colabore con la política monetaria y financiera elimina complejidades al mecanismo de control monetario, y evita movimientos retardatarios en el camino de la liberalización y modernización del sistema financiero.

En el terreno concreto de las interferencias que la política presupuestaria ha generado sobre el control de las variables monetarias, cabe poca duda

de que las necesidades financieras del sector público han sido uno de los elementos clave —junto con el proceso de innovación financiera que, en buena medida, ha ido en paralelo— de la necesidad reiterada de ampliaciones sucesivas de la definición del agregado monetario objeto de control.

Sin embargo, hay dos aspectos particularmente importantes en los que la actuación del sector público ha tenido un impacto decisivo sobre la política monetaria, y ha supuesto además una traba permanente del proceso de liberalización del sistema financiero español: de una parte, la práctica inexistencia histórica de límites rigurosos a la apelación del Tesoro al Banco de España y, de otra, la necesidad de establecer coeficientes de inversión obligatoria o coeficientes desproporcionados de caja sobre las instituciones financieras, como un medio directo o indirecto de financiación del déficit público.

La supresión del coeficiente de inversión obligatoria que inicia el Real Decreto 37/89, de 13 de enero, la reciente reducción del coeficiente de caja a límites más acordes con los riesgos de liquidez del negocio bancario, establecida en la Orden Ministerial de 21 de febrero de 1990, y la limitación establecida en la Ley de Presupuestos para 1990, que restringe el endeudamiento neto del Tesoro con el Banco de España de forma que éste no exceda, en ningún caso, del volumen alcanzado en diciembre de 1989, apuntan en la línea conveniente, aunque las técnicas utilizadas sean susceptibles de perfeccionamiento.

Ambos temas —reducción de coeficientes y limitación de la apelación del Tesoro al Banco de España—, por su trascendencia en la historia cercana del sistema financiero y por su reciente modificación, invitaban a una reflexión más detenida, que se aborda en el presente número de PAPELES en las colaboraciones de **Rafael Repullo** y **José Manuel Domínguez**, respectivamente.

El sugestivo trabajo de **Rafael Repullo** traza la evolución normativa seguida por los coeficientes de inversión obligatoria y de caja en su proceso de reducción, hasta su actual situación, que venía exigida por la necesidad de preservar la posición competitiva de las instituciones financieras españolas en un mercado europeo único. El autor conceptualiza, en sus efectos, los coeficientes obligatorios como una forma singular de imposición implícita sobre las entidades financieras —cuya cuota vendría a ser la diferencia entre la rentabilidad de esos fondos «cautivos» en el mercado y la que realmente devengan en sus destinos forzosos— que, total o parcialmente, se traslada hacia su clientela.

En ese enfoque, dos hechos tienen particular importancia. En primer lugar, el destacado papel cuantitativo que los coeficientes obligatorios han tenido en la financiación a bajo coste del déficit público. La cuantificación ofrecida por **Rafael Repullo** cifra, para 1989 —y en una evolución con traza creciente desde 1985—, la aportación de este impuesto *sui generis* en 1,33 puntos del PIB (0,93 el de caja y 0,40 el de inversión obligatoria), lo que da idea de la importancia nada desdeñable de este tributo financiero implícito.

Pero, en segundo lugar, partiendo de la restricción presupuestaria intertemporal, se estima que en los próximos tres años las reducciones practicadas en los coeficientes suponen una pérdida «recaudatoria» en torno a 0,75 puntos del PIB. Efecto que obliga, con mayor insistencia, a moderar el crecimiento del gasto público si no se quiere poner en serio peligro el objetivo oficialmente aludido, aunque no comprometido, de eliminar el déficit público en 1992, meta, por otra parte, insuficiente que obliga al propósito más ambicioso de lograr el necesario superávit en las cuentas públicas.

Analizar el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España, tanto desde la perspectiva de la evolución de su marco legal como desde la de su utilización efectiva, es el objeto del artículo preparado por **José Manuel Domínguez**.

España ha sido, comparativamente, uno de los países que con mayor intensidad y profusión ha utilizado la apelación del Tesoro al banco emisor, al menos hasta 1983, año en que el endeudamiento público total con el Banco de España se cifraba en 3,2 billones de pesetas. El número excesivo de entes públicos con posibilidad de recurrir al Banco de España, y la propia ambigüedad de los límites existentes, han hecho de la utilización de este recurso —técnicamente inferior a las restantes alternativas financieras, y económicamente no gratuito— un camino habitual, cuya tendencia cambia radicalmente en 1983, año en que se inicia una vía más ortodoxa de financiación del déficit público. Un proceso cuyo punto final, por ahora, es la limitación, ya comentada, establecida en la Ley de Presupuestos para 1990. Sería una línea indispensable de mejora adicional establecer los límites futuros de la apelación del Tesoro al Banco de España no sólo respecto al saldo a final de cada año, sino también diariamente en el transcurso del mismo, y fijar con mayor concreción las condiciones generales y los tipos de interés de estos créditos.

Un problema típico del sistema financiero español, desde una perspectiva comparativa, es el elevado nivel de los tipos reales de interés. El tema tiene una particular importancia, al menos por dos razones diferentes:

- 1) En un marco de tipos de cambio estables, como el exigido por el SME, los diferenciales de tipos de interés atraen capital extranjero, produciendo una tendencia hacia la sobrevaloración del tipo de cambio que requiere actuaciones compensatorias de la autoridad monetaria, lo que complica el ejercicio de la política monetaria, ya excesivamente cargada de objetivos desde el punto de vista del mantenimiento de la estabilidad interna.
- 2) Los elevados tipos de interés afectan negativamente a la formación de capital y, en definitiva, a la senda de expansión a largo plazo de la economía.

Por ello, adquiere particular relevancia analizar las razones que pueden estar en la base de esos elevados tipos reales de interés. Esta es la pretensión del ensayo ofrecido a nuestros lectores en el artículo de los profesores **José Luis Raymond** y **José Palet**.

Los determinantes de los tipos de interés en España

Los citados autores formulan una ecuación explicativa del tipo de interés real a largo plazo a partir de las tres variables que la literatura ha destacado como más relevantes: déficit público, política monetaria y rentabilidad de la inversión. La estimación del modelo por el método de las variables instrumentales muestra que, en el crecimiento de los tipos reales de interés en el período 1977 a 1987, el factor con mayor capacidad explicativa es el déficit del sector público.

Un argumento que nuevamente viene a señalar la estricta necesidad de controlar el déficit público como una condición indispensable —con independencia de otras consideraciones— para impulsar una reducción de los tipos reales de interés, punto de partida básico para propiciar el sostenimiento de tasas de inversión que aseguren el crecimiento futuro de la economía española.

La estructura y evolución del sistema financiero español

Las cuestiones relativas a la política monetaria, su interconexión con la política presupuestaria y sus efectos sobre la financiación de la economía española constituyen el tema central sobre el que giran la mayor parte de las colaboraciones de este número 43 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, pero, como se advirtió al comienzo de este comentario editorial, no agotan su contenido. En efecto, la segunda parte de este número trata de ofrecer a los lectores una información global que les permita apreciar la dimensión cuantitativa del sistema financiero en sus cifras y *ratios* fundamentales, y los puntos clave del proceso de evolución seguido por el sistema en los últimos años.

El trabajo preparado por **Darío Negueruela** y **Angel Gómez Roldán** aborda el cometido de describir los aspectos globales del sistema bancario español y sus principales transformaciones en el período 1980-1989. Si se tratara de extraer de los datos y reflexiones ofrecidos en este trabajo una síntesis significativa de conclusiones, cinco aspectos presentan una particular importancia:

- El reforzamiento de la rentabilidad y solvencia del sistema financiero.
- Los cambios profundos registrados en parcelas muy distintas de la actividad de las entidades financieras: reforma de los métodos gerenciales, variación de los esquemas organizativos, cambios en las estrategias, ajustes en las plantillas, informatización creciente, reestructuración de redes de oficinas, y aumento en la gama de productos y servicios.
- Desarrollo de grupos o corporaciones financieros como una vía de respuesta a la demanda de servicios variados y, en muchos casos, «parabancarios» de la clientela, respecto a las operaciones tradicionales.
- Aumento de la actividad internacional.
- Tendencia hacia la concentración.

El afán de explorar las causas de la evolución reciente del sistema financiero sugirió la utilidad de consultar a los autores de los tres manuales sobre el sistema financiero español de mayor difusión, y amplio uso académico y profesional, sobre las principales causas y manifestaciones del cambio

financiero experimentado en España. Los autores consultados han sido: **Gonzalo Gil, Alvaro Cuervo, Carlos Cuervo-Arango, José Antonio Trujillo y Fernando Vargas.**

El resultado de esta encuesta selectiva, cuyo contenido íntegro ofrecemos, resalta, desde un punto de vista global, tres aspectos particularmente destacables en el proceso de evolución del sistema financiero español en años recientes.

1.º) La amplitud del cambio experimentado, tanto en las instituciones como en los activos financieros —a través de un amplio proceso de innovación— y en el desarrollo de los mercados.

2.º) La influencia decisiva que en el proceso de cambio ha tenido la política monetaria y las cuestiones con ella relacionadas. Una política monetaria en crisis, que requiere una nueva definición de reparto de competencias con la política presupuestaria, a la luz de las nuevas condiciones que definen el proceso de construcción de un espacio financiero único en Europa.

3.º) Las bases de libertad y competencia en la evolución del sistema financiero, de las que se ha derivado un proceso de adaptación de las instituciones, las cuales hoy, frente al pasado, ofrecen una elevada perspectiva de eficiencia potencial.

Parece, por tanto, claro que el proceso de transformación experimentado por el sistema financiero español en los últimos años ha propiciado su adaptación a un sistema sustancialmente libre y competitivo, conforme con las necesidades presentes y futuras de España. En su último informe anual sobre España, el Fondo Monetario Internacional reconocía este cambio positivo del sistema financiero español, que ha mostrado más intensidad y dinamismo reformadores que otras parcelas de la economía española.

En esa vía de cambio y adaptación de las entidades financieras a las nuevas características que definen el sistema financiero español, se han modificado también las posiciones y estrategias respecto al diseño tradicional del negocio bancario. ¿Cómo valora el ciudadano español este nuevo panorama financiero?

El trabajo de **Francisco Alvira y José García López**, partiendo de un sondeo de opinión realizado por la Fundación FIES entre ciudadanos españoles mayores de 18 años, permite obtener una clara percepción del mapa psicológico de los españoles ante el sistema financiero. El lector interesado encontrará en sus páginas multitud de sugerencias que describen las claves del comportamiento financiero de los españoles, y permiten partir de una información actualizada y útil para el futuro diseño de la estrategia de las entidades financieras encaminada a dar respuesta a los deseos de su clientela.

Desde una perspectiva global, ocho apreciaciones distintas permitirán situar al lector respecto al contenido y alcance del trabajo que comentamos:

Los españoles y el sistema financiero

1.ª) Elevada presencia de las entidades financieras —bancos y cajas de ahorros— en el mercado. Cada español opera, por término medio, con más de una entidad financiera (1,5 como promedio).

2.ª) Los españoles tienen la imagen de que bancos y cajas de ahorros son empresas bien gestionadas, con grandes beneficios, pero con una capacidad limitada de generar empleo, que no se corresponde con su poder económico.

3.ª) La gran mayoría de los españoles (93 por 100) está satisfecha de los servicios bancarios que utiliza, y el 70 por 100 opina que la prestación de servicios ha mejorado en los últimos cinco años.

4.ª) El 79 por 100 de los encuestados aprecia diferencias entre bancos y cajas de ahorros. La imagen mayoritaria vincula a los bancos a una idea de empresas financieras mayores y con mayor poder que las cajas de ahorros, mientras que considera a las actuaciones sociales de las cajas como su principal factor de identificación.

5.ª) La encuesta detecta una amplia penetración de las marcas financieras. Sólo un 3 por 100 de los encuestados no recordaba espontáneamente el nombre de una entidad financiera.

6.ª) El 67 por 100 de la clientela de una entidad financiera mantiene una clara fidelidad a la institución o instituciones con las que habitualmente opera. La ruptura de la fidelidad, en los casos en que ésta se ha producido, responde más a la reprobación de la conducta de las oficinas locales con que el cliente se relaciona que a cambios producidos en las condiciones económicas.

7.ª) La elección de la entidad con la que el cliente desea operar responde, según la encuesta, a dos motivos prioritarios: el 69 por 100 de los encuestados trabaja con una oficina bancaria en función de la proximidad de ésta a su residencia y de la domiciliación de la nómina, pensión o algún otro tipo de ingreso periódico.

8.ª) La encuesta detecta un cambio sustancial de actitud del español respecto al crédito, que se corresponde con el creciente endeudamiento de las familias españolas.

Concluye aquí esta larga presentación, cuyo único objeto es mostrar la orientación a que responde el presente número sobre el sistema financiero y destacar la calidad de las colaboraciones que lo integran, que reúnen, en beneficio del lector, una destacada nómina de especialistas en la materia.

Si con ello se ha logrado estimular la lectura de su contenido —a la que en ningún caso se ha tratado de sustituir— el esfuerzo habrá cumplido su cometido.