

LA EVOLUCION DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

CUALQUIER observador externo que se acercara hoy al sistema financiero español no encontraría probablemente sustanciales diferencias entre su estructura, comportamiento y campo problemático, y los relativos a otros sistemas financieros del resto de países que configuran nuestro entorno económico, salvo las lógicas variaciones de dimensión y de aquéllos otros factores que reflejan peculiaridades y hábitos característicos de cada sociedad.

Lo auténticamente sorprendente en el cambio producido en el sistema financiero español, que en su punto de partida se caracterizaba por su rigidez, su escasa competitividad y el elevado nivel de intervención administrativa, es que ha sido fruto de un proceso de modificación y reforma que se ha generado en 15 años escasos.

Es ya un tópico afirmar que en la segunda mitad de la década de los setenta, y particularmente en 1977, se inicia un camino de modernización del sistema financiero español que trataba de dar contenido a la creencia general de que sólo un sistema más flexible, con dosis crecientes de libertad y más penetrado por el espíritu de la competencia y del mercado, podría dar una adecuada respuesta a las necesidades financieras de una economía que, tras superar los problemas inherentes a la profunda crisis que vivía, debía sentar las bases de un crecimiento sostenido y estable con una mejor asignación de sus recursos productivos, a la vez que dar la réplica necesaria a las exigencias de una competencia externa que se adivinaba fuertemente creciente tras la deseada integración española en la Comunidad Europea.

Ese proceso de cambio respondió, por ello, desde su inicio, a cinco objetivos fundamentales:

1.º) Permitir la mejor asignación de unos recursos financieros escasos.

2.º) Estimular la generación de ahorro, haciendo sus retribuciones más libres y ajustadas a la realidad de los hechos.

3.º) Impulsar la competencia, reduciendo la mañana de normas reguladoras y limitativas de la libertad de funcionamiento de los mercados financieros, a la vez que se ponían las bases para nutrir

el tejido institucional y facilitar el desarrollo de los activos y mercados que componen el sistema.

4.º) Reforzar la seguridad del sistema financiero y de sus instituciones, poniendo un mayor énfasis en la línea de supervisión «prudencial», en un marco más libre en el terreno operativo y más competitivo en su funcionamiento.

5.º) Sentar las bases de una inevitable adaptación del sistema financiero español a las coordenadas previsibles en la Comunidad Europea, como marco de referencia.

Desde mediados de 1977, el camino de la desregulación en el sistema financiero español ha sido continuo, con los ocasionales retrocesos derivados de la necesidad de financiar cuantiosos déficit públicos de naturaleza estructural. Una desregulación y liberalización coherente con las tendencias imperantes en los mercados internacionales, que, junto con los avances de la tecnología y la creciente internacionalización de la economía y el sistema financiero español, habrían de desembocar en una clara modernización de su estructura y en una mejora de su eficiencia, que se caracteriza por tres hechos centrales: el crecimiento de la competencia, que ha comportado un amplio proceso de innovación financiera; el desarrollo de los diferentes mercados, y un marco institucional más nutrido y homogéneo y, en general, más solvente en sus piezas integrantes fundamentales.

Sin embargo, esa revisión en profundidad del sistema financiero, con la necesaria ruptura con los patrones de comportamiento propios del sistema «tradicional», ha requerido un proceso de adaptación *continuo* a lo largo de los últimos años, del que frecuentemente se han venido haciendo eco las páginas de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

En los años más recientes, esa evolución continua se ha caracterizado por cuatro rasgos básicos:

a) Su *amplitud*. El proceso de cambio y modernización ha afectado al mercado monetario y al de capitales; a la deuda pública y a los activos financieros privados; a las instituciones bancarias y al resto de las entidades que integran el sistema financiero.

b) El cambio ha tenido un reflejo obvio en las *normas* que regulan la estructura y funcionamiento del sistema, pero, sobre todo, hay que destacar el *protagonismo de los propios agentes*, que han debido practicar cambios importantes en su organi-

zación, estrategia y comportamiento para ajustarse a las nuevas referencias del sistema.

c) La mayor *libertad* está en la base de todo el proceso de cambio. Pero esa mayor libertad operativa no implica la eliminación de las tareas supervisoras que corresponden a la autoridad monetaria. Supone un cambio de orientación desde la vigilancia operativa hacia la supervisión basada en los elementos clave de rentabilidad, solvencia y calidad de gestión de las entidades financieras.

d) La modificación del marco competitivo reaviva la necesaria consideración, en términos comparativos, de temas clave, tales como la dimensión y la eficacia de las instituciones de cara a la evolución futura del sistema financiero.

LA RAZON DE UNA ENCUESTA CUALIFICADA

Un cambio en el sistema financiero de tan amplio calado como el experimentado en España merecía una particular consideración de los puntos claves de la evolución experimentada y de sus factores determinantes.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA ha considerado que una visión cualificada, y por tanto enriquecedora para los lectores, de la evolución reciente del sistema financiero español es la que pueden ofrecer los autores de manuales de amplio uso sobre el sistema financiero, cuya visión global y reiteradas ediciones ofrecían una plataforma envidiable para ofrecer una posición de síntesis del proceso de evolución, al hilo de la autorizada opinión de un conjunto de especialistas que, por exigencias de su propia actividad profesional y docente, han seguido de cerca, con rigor y espíritu analítico, los cambios experimentados por el sistema financiero español en los últimos años (*).

Cinco núcleos de cuestiones sobre el sistema financiero se sometieron a la consideración de estos expertos, solicitando de cada uno de ellos su particular visión sobre los mismos. Son éstos:

- 1) Las fuerzas generales que han estado con mayor intensidad detrás del proceso evolutivo del sistema financiero.
- 2) La transformación experimentada por las instituciones financieras, el desarrollo de los mercados y el proceso de innovación registrado en los últimos años.
- 3) El papel de la política monetaria y la inter-

conexión entre política monetaria y presupuestaria.

4) El aumento de la competencia y sus efectos.

5) La mayor o menor receptividad al cambio en los sectores que componen el sistema financiero español.

Con este ámbito de preocupaciones, se elaboró un amplio cuestionario orientativo de quince preguntas, para obtener la mayor precisión posible en las respuestas.

EVOLUCION DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: LAS LECCIONES DE LA EXPERIENCIA

Las contestaciones recibidas al cuestionario formulado por PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA constituyen cuatro repasos de indudable interés sobre los puntos claves de la evolución del sistema financiero español en los años recientes. Sólo una lectura reposada de esas contestaciones permitirá al lector extraer todas las enseñanzas que contienen en sus observaciones matizadas, que modulan la línea básica de argumentación de cada uno de los expertos consultados.

Sin ánimo de obviar esa lectura insustituible, parece de utilidad recoger, con pura finalidad informativa, aquellos aspectos en los que se apuntan coincidencias fundamentales en las respuestas obtenidas. A este propósito responde la enunciación de las quince reflexiones que a continuación se recogen como punto de referencia general y global de las contestaciones formuladas. Son las siguientes:

1.º) Se destaca la *amplitud* del cambio experimentado por el Sistema Financiero. Una evolución que ha afectado a la aparición y desarrollo de mercados, a la proliferación de intermediarios y a un fuerte proceso de innovación en productos y servicios.

Cuatro fuerzas fundamentales se destacan como determinantes de ese amplio cambio:

- La desregulación experimentada por el sistema financiero.
- La tendencia a homologar comportamientos entre instituciones nacionales entre sí y de éstas con las del resto de países del entorno económico.

— La integración española en la CEE, y particularmente la pertenencia de España al Sistema Monetario Europeo.

— El papel básico jugado por la política monetaria como impulsora del cambio financiero.

2.º) Las instituciones financieras españolas se han ido adaptando a un marco definido por coordenadas crecientes de *libertad* y *competencia*, y han experimentado una reforma que puede caracterizarse como general, profunda, rápida y desigual entre entidades.

3.º) Los *mercados* financieros han sido objeto de un extraordinario *desarrollo*. Fundamentalmente, en el ámbito de los mercados monetario y de deuda pública. Un desarrollo que ha ido acompañado por una integración creciente entre los mercados monetario, de renta fija y bursátil.

4.º) Se ha producido un avance que cabe calificar como positivo en el terreno de la *innovación financiera*, que ha incrementado sustancialmente las opciones y alternativas de financiación. Se destacan en ese proceso innovador cinco aspectos importantes:

— Una parte destacada de la innovación financiera ha respondido al intento de huir de limitaciones impuestas por la fiscalidad y la regulación monetaria a través de coeficientes.

La experiencia demuestra que este tipo de innovación es efímera, ya que dura lo que la regulación que la origina. La denominada «ingeniería financiera» continuará siendo rentable, aunque su obsolescencia será cada vez más acentuada.

— Un ámbito importante de la innovación está vinculado al desarrollo y abaratamiento de la tecnología.

— Los mercados internacionales han constituido una fértil cantera de innovación financiera. Parece claro que la creación del mercado único y la liberalización de movimiento de capitales darán continuidad al proceso innovador en el futuro.

— En la práctica de las entidades financieras, la innovación está generando una extensión creciente de instrumentos, muchos de los cuales responden a las características de las denominadas «operaciones fuera de balance».

— Se observa un papel creciente en la innovación financiera nacida para cubrir riesgos, fundamentalmente de tipos de interés y tipos de cambio.

5.º) Se destaca la quiebra de la *política monetaria* basada en el control de un agregado, y la correlativa tendencia a poner mayor énfasis en el control de los tipos de interés y en la estabilidad del tipo de cambio. Por otra parte, en la instrumentación de la política monetaria se destaca el uso, cada vez mayor, de operaciones de mercado abierto con deuda pública.

Existe, en otro sentido, un amplio acuerdo en la tradicional «soledad» de la política monetaria que, en el actual contexto de una demanda con fuerte pulso, reclama la colaboración de otros instrumentos de la política económica distintos a los de carácter monetario (fundamentalmente presupuestarios). La complejidad e insuficiencia de la política monetaria ha llevado a la utilización de instrumentos discutibles, como el establecimiento de límites de crédito o la fijación de depósitos previos en los créditos exteriores.

6.º) La reducción de *coeficientes* (de inversión y de caja) se considera positiva, y condición previa inevitable para establecer unas condiciones iguales de competitividad con entidades extranjeras. No existe el mismo grado de acuerdo respecto a la forma en que se ha instrumentado la reducción del coeficiente de caja.

7.º) Respecto a la independencia del Banco de España, las respuestas recibidas destacan tres aspectos:

— El problema no es sólo de naturaleza jurídica o de independencia formal. En todos los países existen interferencias en la labor de los bancos centrales.

— El Banco de España ha adquirido —al margen de su grado limitado de independencia formal— una elevada autoridad «moral», no sólo en el sistema financiero, sino también en el resto de la sociedad, por su papel de «concienciador» respecto a los problemas económicos básicos.

— Las perspectivas de independencia real del Banco de España mejoran sustancialmente si el Tesoro cumple su manifestado propósito de no recurrir a la financiación directa por el Banco de España.

8.º) Existe amplia coincidencia en apreciar un cambio sustancial en la orientación de la tarea de *supervisión* del sistema crediticio por parte del Banco de España. Un cambio que se juzga como necesario en respuesta al proceso de desregulación experimentado, y para cuyo ejercicio se estima, en

general, que la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito ha proporcionado al Banco de España unos instrumentos y competencias de supervisión de los que antes carecía.

Más limitadamente, se destaca un cierto riesgo de inseguridad jurídica para las instituciones como fruto de la propia complejidad de la función supervisora.

9.º) La política presupuestaria y la financiación del déficit público se consideran como elementos básicos para la propia comprensión de todo el proceso de evolución del sistema financiero. Se destaca, en este sentido, un doble aspecto:

— La financiación poco ortodoxa del déficit ha supuesto, en determinadas etapas, un elemento perturbador y retardatario del proceso de liberalización del sistema financiero.

— La política presupuestaria ha sido un factor impulsor de primera magnitud en el proceso de innovación financiera.

De cara al futuro, la reducción del coeficiente de caja y la modificación en el recurso del Tesoro al Banco de España se estiman como pilares más sólidos para el desarrollo de la política monetaria y la consolidación de un sistema financiero moderno.

10.º) Los elevados *tipos de interés* en España se consideran, en general, como un mal necesario, fruto esencialmente de la propia actuación de la política monetaria en el dilema de soportar mayores tensiones inflacionistas vs. frenar el recalentamiento de la economía y estimular la generación de ahorro.

Los altos tipos de interés son un reflejo de la caída en la tasa de ahorro y el aumento en la inflación esperada. Existe coincidencia en los efectos negativos de los elevados tipos de interés sobre el tipo de cambio, la inversión y el empleo, y el aumento en la carga por intereses de la deuda pública.

Se señala la importancia y el carácter perturbador de la variabilidad de los tipos de interés, imputable en buena medida a la política monetaria, con independencia del nivel de dichos tipos.

11.º) Las entidades del sistema bancario son conscientes del aumento de la *competencia*, en parte ya experimentado y con perspectivas de aumento a raíz del establecimiento del principio de licencia única en la Segunda Directiva de coor-

dinación bancaria de la CEE. En ese sentido, las instituciones bancarias han hecho esfuerzos importantes de modernización y redimensionamiento, y han generado una actitud más agresiva por la captación de los recursos ajenos. Un proceso que —se piensa— se acentuará con el pleno establecimiento de la libertad de movimientos de capitales en el ámbito de la CEE.

Las entidades crediticias españolas han acumulado ciertas ventajas de cara a la competencia, que se concretan en: su reciente modernización operativa, su elevado grado de sanidad, su elevada capitalización y la extensión de su red comercial.

Sin embargo, la competencia les obligará a una reducción de costes (comparativamente altos), especialmente en los segmentos del mercado al por mayor, en banca de inversiones, ingeniería financiera y actividades parabancarias, donde presumiblemente la competencia será más intensa.

12.º) La *dimensión* de las entidades se considera un factor de cierta importancia, pero no decisivo. La experiencia muestra que los bancos más rentables no son los más grandes. Sin embargo, la mayor dimensión ofrece especiales oportunidades de negocio.

Se destacan las influencias, más político-sociales que económicas, que están detrás de algunos procesos de fusión, así como los elementos perturbadores y los problemas que las fusiones en sí mismas comportan.

Se señalan, adicionalmente, otras vías para lograr la dimensión necesaria distintas a las fusiones, por medio de acuerdos de cooperación y asociación.

13.º) El sistema bancario es «potencialmente» *eficiente*. De hecho, es un sistema rentable, aunque algunos de sus componentes de costes sean comparativamente elevados. La industria bancaria es —en todas partes— un negocio con rasgos de competencia monopolística, lo que tal vez genera una atención excesiva hacia la consideración de su eficiencia respecto a otras industrias o sectores económicos.

14.º) La alta rentabilidad y solvencia de las entidades crediticias españolas les permite *afrentar la competencia* con cierta seguridad. Una competencia que producirá un estrechamiento del margen de intermediación —en este sentido, se percibe un cierto temor por los efectos sobre la cuenta de resultados de la actual lucha por la captación de pasivo a través de las cuentas de alta retribución—

y que se generará no sólo por impulso de la presión exterior, sino también como fruto de la búsqueda de la mayor eficiencia interior del sistema.

15.º) Los autores de manuales consultados coinciden en señalar el menor avance relativo experimentado por el *mercado de valores* en el proceso de modernización del sistema financiero español. La reciente modificación del marco normativo en el terreno bursátil obliga a esperar para enjuiciar los resultados reales de la reforma.

Se destacan también, como instituciones menos penetradas por el aire de renovación, las entidades vinculadas históricamente a circuitos de financiación privilegiada (entidades oficiales de crédito) y aquellas otras más alejadas en su operativa de los mercados financieros centrales.

NOTA

(*) Los autores invitados a este ejercicio de reflexión, a quienes PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA quiere testimoniar su gratitud por su colaboración son los siguientes:

— GONZALO GIL, autor de *Sistema Financiero Español*, Servicio de Estudios del Banco de España, 1.ª edición 1982, edición actualizada de 1983, 3.ª edición 1984 y 4.ª edición 1986.

— ALVARO CUERVO GARCÍA, coautor con J. A. PAREJO y L. RODRÍGUEZ SAIZ de la obra *Manual de Sistema Financiero. Instituciones, mercados y medios en España*, Ed. Ariel; 1.ª edición enero de 1987, 2.ª edición septiembre 1988.

— CARLOS CUERVO-ARANGÓ, JOSÉ ANTONIO TRUJILLO y FERNANDO VARGAS, autores de la obra *El Sistema Financiero Español*, Ed. Ariel; 1.ª edición septiembre de 1985, 2.ª edición octubre de 1986, 3.ª edición octubre de 1988.

«Sin tener en cuenta la magnitud y financiación del déficit público, pocos aspectos relevantes de la evolución del sistema financiero español en los últimos años pueden comprenderse.»

Gonzalo GIL

—¿Cuáles diría que son los puntos o aspectos fundamentales del cambio reciente en el sistema financiero? ¿Qué esfuerzo o principios fundamentales considera que están detrás de esos cambios?

—Ni siquiera centrándonos en los últimos cinco años resulta sencillo resumir en pocas líneas las modificaciones experimentadas por el sistema financiero español. Como elemento básico, destacar la permanencia, ciertamente accidentada, en el intento liberalizador, que se ha visto decisivamente influido por dos fenómenos, uno de índole externa y otro interna. El primero de ellos es nuestra integración definitiva en la Comunidad Económica Europea, que, junto a una dinamización general de todo el sistema económico, ha tenido dos implicaciones básicas en el campo financiero: la perspectiva del mercado único, que ha impuesto una fecha decisiva para el proceso liberalizador, y la integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, con sus repercusiones en la fijación e instrumentación de la política monetaria interior y exterior. El segundo elemento ha sido la necesidad de financiar déficits públicos de magnitud desconocida en nuestra historia reciente, factor que, además de crear no pocos problemas a la instrumentación de la política monetaria, ha supuesto, a la vez, el freno más importante para el proceso liberalizador y un fuerte estímulo a la innovación financiera en muchos casos.

Con los anteriores puntos de referencia, hay algunos aspectos dignos de ser destacados.

a) En relación con la ejecución de la política monetaria, definición cada vez más amplia del objetivo intermedio cuantitativo, así como atención creciente a la evolución de los tipos de interés y del tipo de cambio.

b) Respecto al control de cambios, y en general a las posibilidades de actuación de las entidades privadas en este campo, las transformaciones han sido igualmente profundas en los últimos años, hasta tal punto que puede decirse, sin incurrir en exageración, que éstas, afectando tanto a la actuación de las entidades como a la del propio Banco de España, han dado lugar a un mercado de cambios que tiene muy poca relación con el existente hasta hace bien poco.

En efecto, enmarcadas por la inclusión de nuestra política de cambios en la estructura de «concertación» cambiaria de la CEE —culminada con la inclusión, en junio de 1989, de la peseta en el esquema de disciplina

cambiaría del Sistema Monetario Europeo—, se han producido un conjunto de transformaciones entre las que, sin ánimo de agotar la lista, cabe mencionar: la modificación del sistema de intervención del Banco de España en el mercado de divisas y la simultánea ampliación de las posibilidades de que las entidades mantuvieran posiciones —largas o cortas— en divisas; la liberalización completa para la cobertura a plazo de todas las operaciones de balanza de pagos; la libertad para realizar convenios de tipos de interés futuros (FRA); la autorización a las entidades para realizar préstamos en pesetas a no residentes (hasta el 50 por 100 de sus saldos medios en pesetas convertibles); la autorización general para que los residentes puedan abrir cuentas en ECU; la liberalización de las operaciones *Tom-next*; la posibilidad de mantener cuentas en divisas (hasta el 50 por 100 del valor de las exportaciones) para realizar pagos en el exterior, etcétera.

Junto a todo esto, queda pendiente de solución en estos momentos el depósito previo en operaciones de financiación exterior, que, surgido como instrumento de control de cambios, ha visto modificado su carácter de tal forma que hoy puede considerarse como un atípico instrumento de política monetaria vinculado, en su existencia, a los límites interiores de crecimiento del crédito.

c) Extinción de los circuitos de financiación privilegiada, con la gradual desaparición del coeficiente de inversión, primero para el sector privado y luego para el sector público, y la reciente reforma del coeficiente de caja.

d) Liberalización total de los tipos de interés activos y pasivos del sistema bancario.

e) Amplios procesos de innovación financiera, en respuesta a un entorno rápidamente cambiante, y con un amplio componente defensivo ante el incremento de la carga fiscal y de los coeficientes.

f) Aparición de nuevos tipos de intermediarios financieros, en particular fondos de pensiones y sociedades y agencias de valores.

g) Superación definitiva de la crisis bancaria. No obstante, han sido relativamente importantes las crisis surgidas en el crédito cooperativo y en las entidades aseguradoras.

h) Creciente interconexión entre los diferentes mercados financieros y fuerte desarrollo de algunos de ellos, como el interbancario de depósito, que ha multiplicado sus saldos vivos por cuatro en los últimos cinco años; el de deuda, gracias a la creación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, y el de pagarés de empresa.

i) En relación con el punto anterior, la potenciación de un conjunto de intermediarios —entidades gestoras, creadores de mercado, *brokers*, etc.— que facilitan la transmisión de los efectos de la política monetaria, pro-

porcionan señales útiles sobre la situación de los mercados y garantizan la interrelación de éstos.

j) Profunda reforma de los mercados bursátiles, a raíz de la publicación de la Ley del Mercado de Valores, todavía inconclusa, y aparición de los primeros mercados derivados (futuros y opciones).

k) Finalmente, en el área de control y supervisión, consagración del principio de registro universal para todo tipo de entidades financieras; lo que ha supuesto, por un lado, ampliar la tradicional labor supervisora del Banco de España y, por otro, asumir importantes competencias la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

—¿Qué cambios más importantes se aprecian en el actual diseño e instrumentación de la política monetaria? A la luz de la experiencia internacional próxima, ¿considera que el Banco de España cuenta con la adecuada independencia en este campo?

—A nivel de diseño de la política monetaria, los factores básicos han sido, por un lado, la persistencia de las tensiones inflacionistas y, por otro, la soledad de la política monetaria para hacerles frente. A partir de esto, los altos niveles que ha llegado a alcanzar el coeficiente de caja en los últimos años han impulsado a las entidades sometidas al mismo a ofrecer a su clientela pasivos sustitutorios de los computables y, lógicamente, la autoridad monetaria ha reaccionado, como antes hemos dicho, definiendo objetivos intermedios cuantitativos cada vez más amplios. Este proceso, junto con interferencias fiscales bien conocidas y otros factores no tan conocidos, ha elevado sensiblemente la inestabilidad de la demanda de dinero, lo que ha llevado a que, sin abandonar los objetivos cuantitativos, se haya prestado una atención creciente a la evolución de los tipos de interés. Por su parte, primero el acercamiento y luego la integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, al introducir mayores dosis de disciplina cambiaria, han resaltado el papel del tipo de cambio como objetivo de la política monetaria. Precisamente, las tendencias a la apreciación de la peseta, generadas por la elevación de los tipos de interés necesaria para atajar el rebrote inflacionista de los últimos meses, han forzado la utilización de un instrumento de política monetaria temporal y ajeno al abanico tradicional usado por el Banco de España, posiblemente la novedad más significativa en este campo.

En el área de la instrumentación hay que mencionar el hecho de que la reducción del coeficiente de caja y la inmovilización temporal de una parte del mismo en forma de certificados del Banco de España, ha permitido la modificación de las intervenciones de éste en los mercados monetarios, reforzando el papel de las operaciones de mercado abierto.

Dicha modificación se centra en la convocatoria de subastas decenales de compra con compromiso de reventa de certificados del Banco de España y la formalización, cuando la evolución de los tipos de interés lo

hagan aconsejable, de operaciones de mercado abierto, a través de creadores, en los que se intercambia con los bancos y cajas de ahorro, activos públicos con pacto de recompra hasta la siguiente sesión del mercado.

Respecto a los niveles de autonomía del Banco de España en este campo, creo que son adecuados, en especial con la modificación reciente del recurso del Tesoro al Banco de España. En cualquier caso, y dado lo complejo e interrelacionado de los problemas planteados, lo más importante, con serlo mucho, no es el marco legal concreto, sino el hecho de que pueda lograrse un alto grado de coordinación entre el Banco de España, el gobierno en general y el Tesoro en particular. La mera independencia formal no es una garantía en sí misma, puede incluso ser una coartada para mantener al banco central aislado de otros problemas de interés. De todas formas, dadas las líneas de avance hacia la unión monetaria y económica, este tipo de discusiones —tan de moda hace unos años— cambia forzosamente de carácter al avanzar hacia un sistema europeo de bancos centrales que mantendrán un grado de autonomía bastante elevado respecto a los tesoros respectivos.

—¿Cómo valora la evolución de los tipos de interés en España en los últimos años?

—Creo que el alto nivel de tipos de interés que, con alguna oscilación, hemos tenido en los últimos años es un mal necesario. Lógicamente, a nadie le agrada que los tipos de interés estén tan altos, varios puntos por encima, además, de los países de nuestro entorno. Está claro, aparte de su incidencia en el tipo de cambio de la peseta, ya mencionada, que repercuten negativamente en la inversión privada, y por tanto en la creación de empleo, por no hablar de la carga financiera de la deuda pública, entre otros temas. Sin embargo, el ahorro interno está pasando a ser un bien cada vez más escaso, al tiempo que su demanda se mantiene muy firme, tanto por parte del sector público como del sector privado. Si hay que elegir entre llenar este déficit del ahorro interno por una vía inflacionista o intentar contener el sobreca lentamiento de nuestra economía y estimular el ahorro, esta segunda vía es la única que ofrece garantías de éxito a medio y largo plazo. Otro tema es que la cuestión sería menos grave si otras políticas, como la salarial, la fiscal o la presupuestaria, acudieran con mayor firmeza en ayuda de la política monetaria.

—¿Cree que el desarrollo de nuevos mercados, tanto monetarios como de capitales o de deuda pública, ha tenido importancia real en el desarrollo reciente del sistema financiero?

—Su importancia ha sido decisiva; más allá, incluso, de lo que puede deducirse de una visión excesivamente estática de nuestro sistema financiero, dado que las repercusiones del desarrollo de los nuevos mercados están muy lejos de haber alcanzado todas sus potencialidades. Sin entrar en el terreno de las previsiones, es evidente

que, comparando el sistema financiero actual con el de hace unos años, se observa un nivel de integración mucho mayor, tanto entre los diferentes mercados financieros como entre las diferentes partidas de los balances bancarios; una transmisión más fluida de los efectos de la política monetaria; una variedad mucho mayor de instrumentos financieros, con plazos muy diversificados; un gran número de técnicas operativas apenas usadas anteriormente, tales como *repos*, simultáneas, *fras*, futuros, opciones, etc.; un sensible avance en la percepción y prevención del riesgo de tipo de interés; un importante aumento de la educación financiera del público, etc. No cabe duda del papel impulsor de todos estos fenómenos que han tenido los mercados monetarios y de deuda. Respecto a la reforma del mercado de valores, dado lo reciente de la misma, todavía es pronto para apreciar plenamente sus efectos, aunque no tardarán en producirse.

—¿Cómo valora la tendencia hacia la reducción de los coeficientes de caja e inversión de las instituciones crediticias? ¿Cree que el sistema instrumentado es eficaz de cara a la competencia?

—En estos momentos, más que de una tendencia se trata ya de una realidad. Mi valoración sólo puede ser positiva, dado que la disminución definitiva e irreversible de todo tipo de coeficientes de inversión obligatoria era una de las principales y más antiguas asignaturas pendientes del proceso de liberalización del sistema financiero. Respecto a los sistemas instrumentados para esta disminución (descenso relativamente rápido, en el caso de los pagarés del Tesoro, y creación de los certificados de depósito en el Banco de España, para el coeficiente de caja), creo que son los menos malos posibles. Dados los altos niveles de partida, ni el Tesoro ni el Banco de España tenían capacidad para absorber los costes de cualquier otra alternativa más radical. A partir de este dato, creo que las medidas acordadas, cada una con su lógica específica, integran la solución menos perturbadora para la competencia de todas las posibles, al menos de cara a la fecha clave del 1 de enero de 1993.

—¿Han tenido la política presupuestaria y la financiación del déficit público efectos perturbadores o retardatarios para la reforma del sistema financiero español?

—Ya se ha señalado antes que, sin tener en cuenta la magnitud y financiación del déficit público, pocos aspectos relevantes de la evolución del sistema financiero español en los últimos años pueden comprenderse. En este sentido, incluso la palabra «perturbación» me parece claramente insuficiente. Respecto a los efectos retardatarios, creo que la respuesta a la pregunta anterior es suficientemente ilustrativa. Ahora bien, pienso que todavía es pronto para hablar en tiempo pasado de la incidencia del déficit público en el sistema financiero español, ya que lo esperanzador de algunas cifras recientes debe ser matizado a la espera del comportamiento del déficit público en una coyuntura menos recalentada que la de

los últimos ejercicios presupuestarios. En cualquier caso, la desaparición definitiva de los circuitos privilegiados de financiación y, en otro orden de cosas, las recientes modificaciones introducidas en el recurso del Tesoro al Banco de España, a la vez que eficaces mecanismos disciplinadores, constituyen pilares suficientemente sólidos como para garantizar que, en la medida en que esta incidencia continúe, discurrirá por cauces más ortodoxos, menos distorsionadores y más acordes con los que serán los compromisos en el proceso de unión económica y monetaria en el que la CEE está involucrada.

—*¿Qué opinión le merece el proceso de innovación financiera experimentado en España? ¿Cuál cree que será el futuro del proceso innovador?*

—Son varios los factores que han confluído para que el proceso de innovación financiera haya sido especialmente intenso en los últimos años. Yendo de lo general a lo particular, aparte de los avances tecnológicos, habría que mencionar, en primer lugar, la existencia a nivel internacional de unos años particularmente fértiles en materia de innovación financiera, respondiendo a una coyuntura mucho más inestable que la registrada antes de la primera crisis del petróleo. En segundo lugar, hay que mencionar el alto grado de permeabilidad de nuestro sistema financiero, también sin precedentes, fruto, por un lado, de nuestra mayor integración en el sistema financiero internacional y, por otro, de la creciente homogeneidad entre nuestros problemas y los de nuestro entorno. En tercer lugar, como factores más específicos, habría que citar los intentos de eludir la presión creciente que la fiscalidad y los coeficientes han ejercido sobre los procesos de intermediación financiera. Lógicamente, la innovación financiera surgida de este tercer conjunto de factores es la que ha presentado rasgos más originales, dada su necesidad de responder a un marco institucional muy concreto. Sin embargo, no todas nuestras aportaciones a la innovación financiera han tenido este móvil de elusión; para comprenderlo, basta considerar la existencia misma del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y lo específico de muchas de las prácticas operativas registradas en los mercados organizados en torno a él; o el inicio de los desarrollos que conducirán a la importación del Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

De cara al futuro, el marco político y económico previsible para el sistema financiero nacional e internacional no parece que vaya a caracterizarse por una excesiva calma. Añadiendo a esto el previsible aumento de la competencia y los continuos avances en el campo informático y en las telecomunicaciones, todo parece a favor de que la ingeniería financiera continúe siendo rentable, aunque, salvo casos excepcionales, su obsolescencia vaya a seguir siendo cada vez más acelerada.

—*Frente a la mayor competencia previsible con la creación del mercado único, ¿cree que el sistema bancario español es, en conjunto, suficientemente eficiente?*

—*¿Considera que la dimensión de las entidades bancarias es un factor clave? ¿Podrá la banca española mantener sus actuales niveles de rentabilidad?*

—Creo que, en conjunto, el sistema bancario español es consciente de las consecuencias que va a implicar la creación del mercado único, y ello explica los importantes esfuerzos de modernización y de definición de estrategias que se vienen realizando. Está claro, no obstante, que todavía quedan numerosas ineficiencias, y que no todas ellas van a poder ser subsanadas antes de 1993. Sin embargo, la experiencia pasada demuestra que, en general, la capacidad de adaptación del sistema bancario a nuevas circunstancias de toda índole es muy superior a lo que pueda parecer a simple vista; por ello, no creo que sea uno de los sectores menos preparados para el incremento de la competencia que se avecina.

Parece claro que una de las posibles formas de afrontar el nuevo marco es el redimensionamiento de las entidades, y así ha sido entendido por algunos bancos y cajas de ahorros, que han iniciado los correspondientes procesos de fusión, en función, cabe pensar, de las circunstancias de su situación concreta. Pero, evidentemente, no es la única vía posible, ya que caben también acuerdos de diferentes tipos con otros bancos extranjeros, políticas de especialización en diversos segmentos del mercado, etc., sin descartar la permanencia de pequeñas y medianas entidades perfectamente viables.

Respecto a la incidencia de estos fenómenos en la rentabilidad de las entidades españolas, va a depender de la capacidad de adaptación a que antes me he referido. Es evidente que, en nuestro caso, el margen de intermediación es todavía demasiado alto y que hacer frente a una previsible aceleración en su ritmo de reducción va a exigir importantes esfuerzos en materia de costes. Pero tampoco hay que olvidar que ninguno de estos hechos es nuevo, se trata más bien de una aceleración de procesos que la competencia interna ya ha puesto en movimiento hace tiempo. Los actuales niveles medios de rentabilidad de las entidades españolas permiten esperar que todos estos reajustes se vayan a producir sin consecuencias traumáticas, pero tampoco conviene sobrevalorar el margen de maniobra con el que contamos y bajar la guardia, ya que la rentabilidad comparativa de nuestro sistema bancario aparece frecuentemente hinchada en comparaciones internacionales demasiado simplistas.

«La búsqueda de poder de mercado y prestigio personal explica más los procesos de fusión que la mejora de la eficiencia económica.»

Alvaro CUERVO GARCIA

—Las sucesivas ediciones del manual sobre el sistema financiero español, del que usted es autor muestran, evidentemente, los cambios producidos en los últimos años en el sistema financiero. A juzgar por los capítulos o partes de la obra que han debido cambiarse con más intensidad y reiteración, ¿cuáles diría que son los puntos o aspectos fundamentales del cambio reciente en el sistema financiero?, ¿qué esfuerzo o principios fundamentales considera que están detrás de esos cambios?

—El sistema financiero español se encuentra inmerso en una serie de cambios que obedecen a cuatro principios: 1) Desregulación y liberalización en el funcionamiento de las instituciones y mercados, así como en la utilización de medios. 2) Universalidad de las instituciones o ruptura de la especialización forzada por el legislador, en favor de la especialización por «vocación», por estrategia de empresa. 3) Modernización del sistema, entendiendo por tal tanto el desarrollo y/o creación de nuevos productos —operaciones— e instituciones como el facilitar la competencia como medio para mejorar la eficiencia. La creación de nuevos productos y/o el desarrollo de nuevas instituciones fue, en parte, una respuesta a la volatilidad de los tipos de interés y de los tipos de cambio, motivados, en parte, por la transición de Bretton Woods hacia un nuevo sistema financiero internacional. 4) Globalización del sistema, en cuanto que es parte de un sistema financiero europeo y mundial, y no se concibe una actuación de un mercado, o una institución, sin tener en cuenta las dependencias o interrelaciones con el resto.

—¿Considera que la transformación de las instituciones financieras constituye un elemento clave del proceso de cambio experimentado por el sistema financiero en los últimos quince años? ¿En qué sentido? ¿Ha sido más intenso el cambio en unas instituciones que en otras?

—El cambio de las instituciones financieras está motivado por la presión de la competencia, tanto interna como externa. La intensidad del cambio afecta a las distintas instituciones de forma disímil; pudiera pensarse que el mantenimiento de un mercado cautivo, con barreras de entrada, es un elemento que retrasa el cambio.

Las reformas básicas del sistema bancario comienzan con los decretos y órdenes de 9 de agosto de 1974, que se plantean, entre otros objetivos, el fomento de la competencia interbancaria mediante la aplicación de una

serie de medidas tales como: 1) autorización de nuevas entidades bancarias con condiciones para asegurar su solidez —la historia fue negativa con los nuevos bancos—; 2) liberalización de la apertura de oficinas y equiparación de las distintas clases de bancos, sin distinción de tipo ni de ámbito; 3) debilitamiento de la especialización bancaria y unificación de operaciones, y 4) flexibilidad en la fijación de los tipos de interés de las operaciones activas y pasivas a plazo.

Sin duda, la medida que tuvo efectos más significativos fue la liberalización de la expansión, pues supuso la utilización de las oficinas bancarias como instrumento, casi único, para competir ante las regulaciones de precios que aún existían y el control de parte de las operaciones de inversión.

Aunque sin duda el cambio más significativo es el del verano de 1977, que presenta un plan de liberalización de tipos de interés (hasta un año), la reducción de los circuitos privilegiados, la homogeneización de las entidades, el fomento del ahorro al liberalizar los tipos de interés y la mejora de los instrumentos de la política monetaria, propiciando la creación y el desarrollo de los mercados monetarios.

Un factor impulsor del cambio fue, sin duda, el Real Decreto 1.388, de 23 de junio, que liberaliza la entrada de la banca extranjera en nuestro sistema financiero, dado que ésta, ante las restricciones a su expansión, tiene que basar su financiación en el interbancario, del que se constituye en principal agente animador, al mismo tiempo que introduce innovaciones financieras en nuestros mercados.

Esta nueva etapa (1977-1978) trae consigo la gradual liberalización de las operaciones activas y pasivas, y la expansión de las instituciones, así como la práctica superación de las diferencias entre la banca comercial, la industrial, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito.

Quedaba pendiente la reforma del mercado de valores y avanzar en la liberalización de los circuitos privilegiados. El espíritu de la reforma de 1977, aunque permaneció vigente —así la Orden Ministerial de 17 de enero de 1981 liberalizó los tipos de interés a más de seis meses—, sufrió una disminución en su ritmo de aplicación. Fue necesario esperar a la Orden de 3 de marzo de 1987 para liberalizar todos los tipos de interés y comisiones, y en este proceso de liberalización aún no se incluyeron los coeficientes de inversión.

En nuestro marco legal, el cambio viene condicionado por el regulador, como si tuviera miedo de los efectos de la libertad, de la competencia, con un deseo de proteger a las instituciones que se supone se verían más afectada por la desregulación. Competir en libertad es un ejercicio duro y responsable.

—¿Cree que el desarrollo de nuevos mercados, tanto monetarios como de capitales y de deuda pública, ha

tenido importancia real en el desarrollo reciente del sistema financiero?

—Los mercados financieros se caracterizan en la actualidad por las siguientes notas:

1) *Globalización*, que se ve facilitada por la desregulación o derogación de las normas limitativas de las operaciones financieras, en cuanto a condiciones, agentes e intermediarios, y también como consecuencia de las interrelaciones de los mercados monetarios y de capitales nacionales e internacionales.

2) *Integración*, o influencia de los tipos de interés y condiciones entre los mercados monetarios, de renta fija y la Bolsa de valores. Integración muchas veces liderada por un medio o mercado, como el papel integrador que tuvieron, en su día, los pagarés del Tesoro, y que tienen hoy las letras del Tesoro.

3) *Internacionalización*, en cuanto que en los mercados españoles están adquiriendo un protagonismo creciente los flujos de ahorro de otros países, así como en cuanto a la influencia del comportamiento de dichos mercados sobre el nuestro.

Estos hechos están configurando en España unos mercados globalizados, integrados e internacionalizados que, con la reforma del mercado de valores en desarrollo, están posibilitando una eficiente asignación de recursos y logrando una profundización de los mercados por lo que se refiere a volúmenes y plazos.

—¿Qué opinión le merece el proceso de innovación financiera experimentado en España? ¿Cuál cree que será el futuro del proceso innovador?

—La innovación financiera obedece a cambios medioambientales de índole tecnológica, legal y económica.

El cambio tecnológico ha hecho posibles nuevos productos (tarjetas de crédito, dinero electrónico, cajeros automáticos, terminales en puntos de venta), ha aumentado las posibilidades de operar más eficientemente en los mercados financieros nacionales e internacionales, y ha modificado los procesos productivos.

La regulación, las normas limitativas de las operaciones financieras, en lo referente a condiciones y a los agentes o intermediarios que puedan realizarlas, también ha promovido la innovación, desarrollando nuevas formas de intermediación motivadas por el deseo de evitar la regulación y, en concreto, el sistema de coeficientes obligatorios. La regulación en España, en un proceso de «gato y ratón», ha generado nuevos instrumentos —como la cesión de letras, la cesión de créditos y los seguros de prima única— motivados, en un principio, por la regulación existente y por el deseo de evitarla.

Finalmente, ante nuevos riesgos, como la volatilidad de tipos de interés y de cambio, los ahorradores e inversores han demandado productos financieros que les preserven de los efectos negativos de aquéllos.

Los intermediarios financieros han pretendido, con la innovación, transferir el riesgo de precio y de cambio (créditos con interés flotante, futuros, *swaps*) y los problemas de liquidez («securitización», «tituvaloración»), o potenciar la generación de capital propio (bonos convertibles). En el futuro, continuará la innovación que tenga una base tecnológica y/o económica, y perderá importancia la que tenga por justificación evitar la regulación u obediencia a simples modas sin aportar valor a los clientes o intermediarios. Es de esperar que disminuya el ritmo de banalización de las innovaciones.

En todo caso, se constata que muchos de los nuevos productos incorporan cada vez menos financiación y más información o intermediación pura, sin que implique transferencia de fondos.

—¿Qué cambios más importantes se aprecian en el actual diseño e instrumentación de la política monetaria?

—El control monetario se ha centrado en el establecimiento de una senda u objetivo para el crecimiento de los activos líquidos en manos del público. En el diseño de la política monetaria, los cambios más significativos han sido:

1) La necesidad de ampliar el concepto de activos en manos del público desde la clásica concepción como disponibilidades líquidas (efectivo en circulación más depósitos a la vista, de ahorro y a plazo de bancos, cajas y cooperativas) a la inclusión del resto de sus componentes actuales, que han ido surgiendo como consecuencia del proceso de innovación financiera y como forma de evitar el control y el cómputo en los coeficientes de inversión obligatoria del sistema. Baste recordar el peso que han adquirido los empréstitos en manos del público, las operaciones de seguros de las cajas, los pagarés del Tesoro, las letras del Tesoro, o la cesión temporal de otra deuda pública. Recientemente, estamos asistiendo al resurgir de los pagarés de empresa no intermediados.

2) El segundo nivel de cambios es consecuencia de nuestra integración en el SME. El espíritu del Sistema Monetario Europeo se basa en la coordinación muy estrecha entre la política monetaria y las demás políticas (presupuestaria, fiscal, de rentas). De no lograrse esta coordinación, el sistema, desde el punto de vista nacional, no funciona sin el recurso a mecanismos extraordinarios (y muy costosos): *a)* restricciones al libre movimiento de capitales; *b)* restricciones a la libre determinación del nivel óptimo de financiación del sector privado de la economía.

Como consecuencia, pues, de la integración de la peseta en el mecanismo de intervención y cambios del SME, la política cambiaria, o, mejor, la existencia de un objetivo de tipo de cambio unido al de crecimiento cuantitativo de los activos líquidos, ha añadido complejidad y dificultad a la política monetaria, al mismo tiempo que

se ha hecho necesario utilizar medidas o instrumentos excepcionales, en parte olvidados, como los depósitos previos no remunerados para las operaciones de financiación exterior (el 30 por 100 de la cuantía de los mismos, y el 20 por 100 cuando se trata de entidades financieras) y, lo que sin duda es más cuestionable, el establecimiento de un techo, de un límite, institución por institución, en el crecimiento del crédito. Techos que están reflejando las crecientes dificultades de utilización de la política monetaria como única política y la falta de convergencia con el resto de las políticas económicas. Limitar el crédito es un medio discriminatorio en contra de las instituciones más eficientes, una forma de mantener el *statu quo* institucional, como si se quisieran mantener las cuotas de mercado del sistema bancario administrativamente. Esperemos que tenga un carácter excepcional y de corta duración.

Finalmente, dentro de los cambios en la política monetaria, y en consonancia con lo expuesto, debemos mencionar la utilización de las operaciones de mercado abierto, en vez de las subastas de préstamos diarias, como un paso más en la coordinación de las políticas económicas.

—¿Considera que la posición actual del Banco de España para ejercer su papel básico en el sistema financiero es lo suficientemente independiente, a la luz de la experiencia internacional próxima?

—Hasta fechas recientes, las competencias del Banco de España estaban indicadas en la Ley de Ordenación Bancaria de 1946 y en la Ley de 14 de abril de 1962, a partir de su capacidad normativa, por delegación, para el desarrollo de la política monetaria y el control del funcionamiento del sistema bancario.

A partir de la Ley Reguladora de los Organos Rectores del Banco de España, de 21 de junio de 1980, que confirma la autonomía del Banco de España respecto a la Administración del Estado, y de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, el Banco de España puede ejercer plenamente su papel de ejecutor de la política monetaria y de supervisión del sistema tanto por el grado de independencia alcanzado en su actuación como por el nuevo marco regulador. Además, sin duda, el Banco de España es una institución que ha logrado un enorme prestigio gracias a su saber hacer, por lo que su autoridad «moral» amplía su independencia legal y su capacidad de supervisión.

Los supuestos modelos de autoridades monetarias independientes, como la Reserva Federal o el Bundesbank, no presentan una actuación muy diferente en la «praxis» a la de nuestro Banco de España. Sin duda, la feliz coincidencia en el presente de «cultura» económica entre el Ministerio de Economía y Hacienda y el Banco de España lo ha hecho posible. En el futuro, esto podría cambiar, por lo que se haría necesario legislar para reforzar la independencia del Banco de España.

—¿Se han producido cambios de orientación significativos en el terreno de la supervisión de las instituciones financieras en los últimos años? ¿En qué sentido?

—Hasta fechas recientes, el Banco de España carecía de los adecuados instrumentos legales (estamos hablando de la Ley de Ordenación Bancaria de 1946) y tenía una reducida capacidad supervisora, dado que la capacidad de inspección era limitada, a consecuencia tanto de las limitaciones materiales como de la calidad y volumen de la información disponible, así como de la ausencia de adecuados instrumentos legales; todo lo cual hacía muy difícil realizar una eficaz supervisión y vigilancia. Además, las infracciones a la normativa no implicaban un riesgo significativo ni para la entidad ni para los administradores; eran unas normas sancionadoras prácticamente inoperantes.

Los cambios se reflejan en la labor normativa, a través de las circulares, de finales de los setenta —con nombres tales como «la pastoral», «la heroica»—, de la demanda de mejor y más amplia información, de la elaboración de un plan de cuentas para las entidades de crédito, de las exigencias de auditorías, de consolidaciones de los estados contables. Sin duda, debemos mencionar como ejemplar la política de exigencia de provisiones para sanear el sistema bancario. Estos cambios se completan con la ampliación y mejora de los servicios de inspección del Banco, y tienen su reflejo final en la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

Los cambios en la supervisión tuvieron, pues, como bases: 1) el logro de un marco legal que hace posible una eficiente supervisión; 2) la ampliación y mejora de la información, y 3) disponer de unos equipos profesionales capaces tanto de hacer cumplir el nuevo marco regulador como de comprobar y tratar la información, y, en cuanto sea posible, anticipar o evitar las crisis que puedan surgir en el sistema.

—¿Cómo valora la tendencia hacia la reducción de coeficientes de caja e inversión en las instituciones crediticias? ¿Cree que el sistema instrumentado es eficaz de cara a la competencia?

—La reducción de coeficientes, tanto de caja como de inversión, tienen efectos positivos en cuanto que implica una mejor asignación de recursos, un aumento de la competencia en el sistema. Esta reducción viene condicionada por las necesidades de financiación del déficit público.

Podría pensarse que el sistema elegido para la reducción del coeficiente de caja tiene como filosofía el que se compita en libertad por los nuevos recursos, por el crecimiento, mientras que los depósitos históricos, o, mejor, su cifra, vienen condicionados por un fuerte coeficiente. La discusión con relación al método de reducción elegido se centra tanto en el plazo como en la remuneración asignada a los títulos sustitutivos de los

coeficientes (certificados de depósito emitidos por el Banco de España). Su posible transmisibilidad posibilita el reflejo sobre la cuenta de resultados del coste de los coeficientes. Su principal inconveniente es su reducida remuneración (6 por 100) y su duración (hasta el 2001, aunque con vencimientos semestrales a partir del 31 de marzo de 1993). Es una forma de mantener una financiación barata y por un largo período para el Tesoro (una subvención). Es de esperar que con un Presupuesto equilibrado el plazo de amortización se adelante.

—*¿Han tenido la política presupuestaria y la financiación del déficit público efectos perturbadores o retardatarios de la reforma del sistema financiero español?*

—La reforma de 1977 tenía una clara filosofía: liberalización y desregulación del sistema financiero con el objetivo de mejorar su eficiencia.

La reforma, en parte, se vio truncada en su pleno desarrollo por la dificultad o por las presiones para limitar la reducción de los coeficientes de inversión obligatoria. Estas presiones fueron ejercidas por los sectores beneficiarios de los circuitos privilegiados de financiación —sector privado— y por la Administración, dada la necesidad de financiación del déficit público. Ello implicó no sólo alterar el plan de reducción de coeficientes de inversión, sino añadir el coeficiente de inversión en deuda del Estado y la ampliación del coeficiente de caja, para facilitar la financiación del déficit público.

Los altos porcentajes de los recursos intervenidos no sólo originan problemas de eficiencia asignativa, sino que hacen depender la cuenta de resultados de las instituciones de la remuneración que se fija a los mismos, lo que hace que pierdan protagonismo los agentes bancarios, asumiendo la Administración una responsabilidad parcial por sus cuentas de resultados.

Los efectos de las necesidades de financiación del déficit público han sido no sólo retardatarios de la liberalización del sistema, sino generadores de una lógica de relaciones económicas, de regulaciones, que debe ser transferida al mercado. Además, dada nuestra integración en el SME, es decir, ante el sistema de cambios fijos, los fuertes déficit públicos implican aumentos de tipos de interés tanto a largo como a corto plazo, y añaden dificultades a la liberalización de los movimientos de capitales.

—*¿Cómo valora la evolución de los tipos de interés en España en los últimos años? ¿Qué factores considera que son más influyentes sobre el nivel y evolución de los tipos de interés?*

—Los altos tipos de interés reales de nuestra economía, aunque tengan una explicación, no tienen, en mi opinión, una valoración positiva en cuanto a que están afectando a los comportamientos financieros, entendiéndose por tales una excesiva preocupación por el corto plazo, por los mercados monetarios, en detrimento del sistema real.

Existe un claro protagonismo de lo financiero frente al sector real de la economía. Los altos tipos de interés no tienen hoy los efectos negativos sobre la cuenta de resultados de las empresas que tenían en el pasado, dada la fuerte capitalización de éstas y su creciente capacidad de autofinanciación, pero no deja de ser un marco de referencia para las decisiones de inversión, y si caen las actuales tasas de rentabilidad económica en las empresas, de nuevo pueden afectar significativamente a la rentabilidad de los fondos propios. Quizá lo singular de nuestra situación es que la presión del consumo es tal que no se ha atenuado a pesar de los altos tipos de interés, y se ha tenido que recurrir a limitar el volumen del crédito.

Los factores que pudieran influir sobre el nivel y evolución de los tipos de interés son, en primer lugar, la evolución del ahorro neto en la economía española, con su caída en los últimos años; en un segundo nivel, sin duda, está el protagonismo de la política monetaria, que en el proceso de ajuste de la economía española, en el control de los precios, no va acompañada en muchas ocasiones por la política presupuestaria. De nuevo se hace patente la necesidad de convergencia con Europa y sus menores tasas de inflación. Se agudizan así las contradicciones entre la política monetaria (restrictiva) y la presupuestaria (expansiva).

—*¿Cómo ha cambiado en los últimos años la posición de las instituciones financieras ante la mayor competencia previsible con la creación del mercado único? ¿Cree que la normativa comunitaria afectará sustancialmente al actual diseño del sistema financiero español? ¿En qué sentido?*

—El entorno financiero europeo se va a caracterizar, por las notas de: libertad de establecimiento; libre prestación de servicios, o posibilidad para toda entidad de prestar sus servicios desde el país de origen, y libre circulación de capitales en el espacio financiero europeo. Las empresas, los ahorradores, van a tener la posibilidad de trabajar con la entidad que mejores y más eficientes servicios les preste.

Conforme a dichas notas, se ha regulado el nuevo espacio financiero comunitario a partir de la Segunda Directiva del Consejo, sobre Coordinación Bancaria, y de las directivas relativas a los fondos propios y coeficiente de solvencia, así como de un conjunto de directivas y recomendaciones que tienden a facilitar y desarrollar el espacio financiero europeo. Sin duda, el paso más importante ha sido la licencia única válida en toda la comunidad.

La situación de nuestro sistema bancario ante esta regulación no presenta dificultades respecto a las exigencias de capitales mínimos, dado que en España se exigen unos mínimos muy superiores, e igualmente en cuanto al coeficiente de solvencia, hecho que va a afectar a muchos de los bancos europeos. En cuanto a las participaciones industriales, con ser importantes en el

caso de algunos bancos, se sitúan dentro de los porcentajes máximos de la nueva regulación comunitaria (no se puede poseer una participación cualificada por un importe superior al 15 por 100 de los fondos propios en una empresa que no sea una entidad de crédito, y el importe total de las participaciones cualificadas en empresas que no sean entidades financieras no podrá superar el 60 por 100 de los fondos propios de la entidad de crédito).

Ante el nuevo espacio financiero, nuestro sistema se verá afectado de forma diferente en sus negocios. Los impactos más importantes se pueden plantear sobre los mercados al por mayor (*corporate banking*), los mercados de inversiones y la denominada, eufemísticamente, ingeniería financiera; así como sobre ciertos productos especializados: hipotecas, *leasing*. Sin embargo, no se dará un significativo impacto sobre los segmentos locales y la banca al por menor, dadas las barreras de entrada (el motivo para trabajar con una entidad es, en un 45 por 100, su cercanía), consecuencia de la actual red bancaria y del comportamiento del pequeño ahorrador, que tiene afectos personales, locales y/o a instituciones que son capaces de diferenciarse por la simple mención a que cumplen una función social o son de un área geográfica.

Ante la dificultad de creación de una red bancaria, se forzará la compra de una ya existente. Las cajas de ahorros, con su marco legal actual, no son objeto de compra; pero si pierden su inmunidad, serían un claro objetivo.

Será, sin duda, en el mercado parabancario donde más se acentuará la competencia, lo cual pudiera afectar a las instituciones bancarias y, al unirse a la mayor cultura financiera de los ahorradores, llevar a una pérdida de importancia de la actual bancarización de la economía.

—¿Considera que la dimensión es un factor clave del negocio bancario en España? ¿Cuál es su juicio sobre los procesos de fusión de entidades crediticias realizados y en vías de realización en nuestro país?

—Durante un tiempo, se ha pensado que la *dimensión* era la variable clave de la eficiencia, de la competitividad y de la estrategia de la banca española ante el mercado único. Ante el marco de la Europa de 1992, muchos pensaban que la mejor estrategia era favorecer los procesos de fusión en el sistema bancario: bancos y cajas de ahorros. Las justificaciones o los supuestos logros de dicho proceso eran: a) obtención de ventajas en costes por economías de escala, de alcance y/o red; b) aumentar el poder de mercado, y c) mejorar la capacidad de innovación.

La realidad no es concluyente en lo que se refiere a las economías de escala y alcance; los estudios empíricos sobre rentabilidad y dimensión son difíciles de evaluar y más bien indican lo contrario, es decir, los bancos más grandes no suelen ser los más rentables. No existe, pues,

evidencia de que haya economías de escala y alcance en la banca. Las economías de escala son propias de los procesos industriales, pero son discutibles cuando se trata de la banca, con procesos y productos múltiples. Es por ello por lo que las supuestas economías de la dimensión se producen sólo en ciertos procesos bancarios (actividades internacionales, *leasing*, mercados de cambios).

La dimensión puede ser factor clave del negocio bancario si pensamos en buscar poder de mercado, si pretendemos mantener el núcleo de la banca bajo control del capital nacional —porque la dimensión dificulta su compra—, si se sigue razonando en términos de competencia entre naciones y no de empresas en el espacio europeo, si se sigue pensando en la banca como instrumento de políticas industriales, como base de grandes *holdings* industriales y/o financieros.

Por otra parte, conviene recordar que el tamaño de la banca española es comparable con el de la alemana o la italiana si se analiza la relación entre activos y PIB. Si se utiliza el indicador de capitalización o beneficios, nuestra banca mejora su posición. De acuerdo con el criterio de capitales propios (*The Banker*, julio 1989), el BBV es el 38 del mundo; el Central, el 54, y el Banesto, el 79. En cuanto a beneficios, nuestra banca mejora sensiblemente en el *ranking*: el BBV, el 26 del mundo y el 6 de Europa; el Central, el 49 del mundo y el 17 de Europa.

La búsqueda de poder de mercado y prestigio personal explica más los procesos de fusión que la mejora de la eficiencia económica. No obstante la fusión es, en muchas ocasiones, un medio para realizar cambios organizativos, para resolver problemas técnico-organizativos, utilizándola como forma que facilita el cambio, el ajuste. No menciono los casos en que la fusión más bien aparece como una huida hacia adelante ante problemas de eficiencia económica, de crisis potencial de alguna de las entidades.

El problema de la fusión es, básicamente, el del coste de la integración de dos culturas, de dos organizaciones, que puede anular las ganancias de supuestas sinergias e incluso del potencial aumento del poder de mercado. Los mercados de valores no siempre valoran positivamente los procesos de fusión.

—¿Cree que el sistema bancario español es, en conjunto, eficiente? ¿Cómo situaría la eficiencia de las entidades de depósito españolas en relación con las de los países comunitarios?

—La respuesta depende de qué se entiende por eficiencia, o, mejor, de cómo se mide la eficiencia de una empresa o de un negocio.

Desde la óptica empresarial, el objetivo de la empresa es crear riqueza; ésta se concreta en maximizar el valor de la empresa, es decir, la riqueza de los accionistas medida por el valor de las acciones en el mercado. Todo el proceso de decisión empresarial es evaluado por la

capacidad de creación de valor, de riqueza. Esta se produce cuando la rentabilidad de los fondos propios que se obtiene es superior a la tasa de rentabilidad requerida por los accionistas para invertir en esa empresa; luego el primer indicador de eficiencia es, sin duda, la rentabilidad de los fondos propios. Ahora bien, el valor de este *ratio* en un momento dado no es suficiente, siempre debe ser comparado con la tasa requerida por los accionistas y con las expectativas de crecimiento de dicha rentabilidad.

Conforme a lo expuesto, la banca española es eficiente en cuanto que presenta tasas de rentabilidad nominales de los fondos propios significativas (25 por 100 en 1989). Es posible que si se corrigiese el efecto de inflación —y, en concreto, se actualizase el valor de los activos inmobiliarios— y se recogiesen en las reservas los consiguientes fondos de revalorización, dichas tasas fueran significativamente inferiores. La utilización de la rentabilidad de los fondos propios para medir la eficiencia resulta ser un indicador de eficiencia a corto con sesgos, en cuanto que dicha eficiencia no sólo es consecuencia de lo que podríamos llamar eficiencia técnico-organizativa, sino del grado de oligopolio o poder de mercado de la banca, y del mayor o menor efecto apalancamiento.

Si nos centramos en los costes de transformación como indicador de eficiencia, la banca española, a consecuencia del sobredimensionamiento de su red, tiene unos costes de transformación superiores a los de la banca de muchos de los países de nuestro entorno (existe aquí una oficina por cada 1.200 habitantes, 1.500 en Alemania, 2.000 en el Reino Unido, 2.600 en Francia, 4.000 en Italia). Los costes de transformación, o costes de explotación, representan para la banca, en los últimos años, valores en torno al 2,7 por 100 sobre los activos medios, y para las cajas de ahorros en torno al 3 por 100, mientras que en la media comunitaria se sitúan en el 2,2 por 100 (Alemania, 1,7 por 100, e Inglaterra, 3,4 por 100). Unos costes aceptables de transformación —en concreto, la reducción de su exceso de 0,5 ó 0,8 por 100 con relación al activo medio en comparación con la CEE— no son un objetivo inalcanzable, y no pueden ser considerados como indicador clave de la eficiencia del sistema bancario.

—¿Cuál es su opinión sobre la rentabilidad de las entidades financieras españolas? ¿Cree que su actual nivel se mantendrá en el futuro más competitivo derivado de la implantación del mercado único?

—La banca y las cajas de ahorros —es decir, las instituciones básicas del sistema bancario— son altamente rentables si medimos dicha rentabilidad por el indicador de beneficios en relación a los activos totales medios o a los fondos propios. Igualmente destaca su solvencia si para ello nos fijamos en las dotaciones para sus riesgos, tanto domésticos como riesgo país, o las dotaciones para sus compromisos sociales (fondos de pensiones). Si se utiliza el *ratio* fondos propios en relación a los activos, aparecen también en una situación ventajosa

frente al resto de su entorno. Hablo de rentabilidades nominales y sobre unos activos no revalorizados y, en consecuencia, unos fondos propios no actualizados desde 1983 en la mayoría de las situaciones.

La rentabilidad de los recursos propios de la banca ha sido del 18 por 100 en 1987, del 21 por 100 en 1988 y del 25 por 100 en 1989, frente al 18 por 100 de la media comunitaria (1988). El beneficio medio sobre activos era el 1,2 por 100 en 1987, el 1,38 por 100 en 1988 y el 1,54 por 100 en 1989, frente al 0,60 por 100 de media comunitaria (1988). Por su parte, en las cajas de ahorros la rentabilidad sobre recursos propios era el 23,3 por 100 en 1987, cae al 12,80 por 100 en 1988 (como consecuencia de haber dotado para provisiones el 2,07 por 100 de los activos totales medios), y en 1989 se obtienen de nuevo tasas similares a las de 1987. El beneficio sobre activos totales medios fue el 1,34 por 100 en 1987, el 0,78 por 100 en 1988, y de nuevo se recupera en el año 1989.

La solvencia de nuestro sistema bancario viene determinada por el nivel de dotaciones para sus activos dudosos, esto es, por tener provisionados los compromisos motivados por las pensiones complementarias del personal (el 96,12 por 100), tanto de los pasivos como de los activos, y el denominado riesgo país.

La rentabilidad y solvencia obtenidas por el sistema bancario, en el caso concreto de la banca, lo es con un coeficiente de garantía o *ratio* de recursos propios sobre activos totales medios del 6,16 por 100, frente al 4 por 100 de los alemanes e italianos, y al 2,4 por 100 de los franceses. Ante la exigencia futura de un coeficiente de garantía del 8 por 100 sobre activos medios ponderados, la banca española no tiene ningún problema, pues en la actualidad cubre en exceso dicho coeficiente en un 34 por 100.

Los niveles de rentabilidad alcanzados en el presente se mantendrán en el futuro, a corto plazo, a consecuencia de las menores exigencias de dotaciones. A medio plazo, el aumento de la competencia —como consecuencia de la denominada «guerra de las supercuentas»—, el proceso de desintermediación y las previsibles caídas de los tipos de interés, motivadas por nuestra participación en el SME y por el camino hacia la unión monetaria, son hechos que, dados nuestros altos costes de transformación, pueden afectar a las expectativas de rentabilidad.

El estudio *Research on cost of non Europe basic findings*, que trata de evaluar las consecuencias de la unión del espacio financiero europeo, analiza las ventajas que se derivan de la integración de los mercados financieros y cuantifica los previsibles cambios en los precios de los servicios financieros para determinar las ganancias que motiva el mercado único a consecuencia de:

— menores costes unitarios, como consecuencia de las economías de escala y alcance originadas por la superación de las restricciones nacionales y de sus espacios;

— probables disminuciones de precios, como consecuencia de la reducción del grado de oligopolio del mercado, debido a la extensión del mismo.

Para el caso español, se presenta una estimación de caída de los precios del orden del 20 por 100 en el sistema bancario, 19 por 100 en seguros y 26 por 100 en los mercados y operaciones de valores. Se prevé una caída en el conjunto del sistema del 21 por 100. Son cifras indicativas de las previsibles consecuencias del espacio financiero único en Europa.

—¿Qué partes o aspectos del sistema financiero español han sido, en su opinión, menos receptivos al cambio que se ha producido?

—En el sistema financiero español, las instituciones menos receptivas al cambio son aquellas que han dispuesto de mayores barreras a la entrada en su actividad o negocio. En concreto, aquellas instituciones que disponían de barreras de entrada administrativas (me refiero al proceso de intermediación del mercado de valores, a los vinculados a los circuitos de crédito privilegiados —incluido crédito oficial—), o bien aquellas instituciones que, al disponer de barreras de entrada económicas o una clara diferenciación —cajas de ahorros, banca al por menor—, no se sentían presionadas por el mercado.

«La modernización operativa, junto con la sanidad del balance, la elevada capitalización y la extensión de las redes de distribución de productos disponibles, son los grandes componentes de ventaja competitiva del sector bancario español.»

Carlos CUERVO-ARANGO MARTINEZ

—Las sucesivas ediciones del manual sobre el sistema financiero español, del que usted es autor muestran, evidentemente, los cambios producidos en los últimos años en el sistema financiero. A juzgar por los capítulos o partes de la obra que han debido cambiarse con más intensidad y reiteración, ¿cuáles diría que son los puntos o aspectos fundamentales del cambio reciente en el sistema financiero?, ¿qué esfuerzo o principios fundamentales considera que están detrás de esos cambios?

—En mi opinión, el proceso de cambio más persistente e intencionado de todos los que han afectado en los últimos años al sistema financiero español es el de la política monetaria y todos los elementos que la rodean. Desde 1974, el Banco de España ha mantenido un impulso innovador que aún dura, y cuyos efectos se han sentido, de una u otra manera, en casi todos los ámbitos del sistema.

Sería tentador poder decir que el principio básico que inspiró ese proceso de cambio fue el de avanzar en la liberalización de nuestro sistema financiero. Ciertamente algo hubo de esto, incluso mucho, desde luego. Pero avatares externos a la decisión del Banco de España, aunque no necesariamente a su propio comportamiento —por ejemplo, el crecimiento del déficit público o el afán recaudatorio de la hacienda pública—, convirtieron el proceso en una historia titubeante, y no siempre lógica, en la que los componentes fiscales, de uno u otro modo, han tenido mucha más importancia de la que debieran. Por otra parte, es de justicia decir que, en ocasiones, la perspectiva liberalizadora tampoco estuvo clara en el propio Banco de España.

—¿Considera que la transformación de las instituciones financieras constituye un elemento clave del proceso de cambio experimentado por el sistema financiero en los últimos quince años? ¿En qué sentido? ¿Ha sido más intenso el cambio en unas instituciones que en otras?

—De hecho, yo diría que las instituciones financieras se han ido adaptando a los avatares de un proceso que en muchas ocasiones no han liderado. Ahora bien, no puede negarse que esta adaptación de que hablamos ha sido, en su mayor parte, de una generalidad y profundidad envidiables. La rapidez con la que se han im-

plantado aquí no sólo mercados, como el de deuda pública o el de pagarés de empresa, sino también fórmulas operativas de enorme relevancia, como el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España, señala con claridad la profundidad del cambio operativo experimentado por las instituciones financieras.

Ciertamente, sin embargo, ese proceso de adaptación no ha operado por igual en todos los grupos de instituciones financieras, como lo prueba, de hecho, la crisis bancaria de hace unos años o las diferencias profundas que hoy pueden observarse en la estructura de balance y el comportamiento de los bancos y las cajas de ahorros, por ejemplo.

—¿Cree que el desarrollo de nuevos mercados, tanto monetarios como de capitales y de deuda pública, ha tenido importancia real en el desarrollo reciente del sistema financiero?

—El desarrollo de un sistema financiero no es más que el crecimiento y la extensión de los mercados financieros a los que acoge. Desde esta perspectiva, es claro que el desarrollo de nuevos mercados ha abierto nuevas posibilidades de canalizar el ahorro y la inversión, al tiempo que ha permitido nuevos modos de cubrir el riesgo, que han dado a nuestro sistema una amplitud y un dinamismo que en otro contexto nunca habría tenido. Todavía queda camino por recorrer, pero es indudable que se ha dado un salto cualitativo, principalmente con el desarrollo del mercado de deuda pública y los diversos mercados monetarios. En mi opinión, los mercados de capitales, al igual que los llamados mercados derivados, aún tienen que desarrollarse mucho más.

—¿Qué opinión le merece el proceso de innovación financiera experimentado en España? ¿Cuál cree que será el futuro del proceso innovador?

—Mi opinión, absolutamente positiva, ya ha sido explicitada más arriba. Pienso que los excesos en el equilibrio entre economía real y economía financiera han sido en España temporales y difícilmente relevantes, dado el bajo nivel de partida de la innovación financiera en nuestro país. Por contra, el espacio de elección para la financiación de las empresas o el Estado, así como las alternativas para la canalización del ahorro, son ahora mucho más amplias, y ello es positivo.

En el futuro, es de esperar que el proceso innovador continúe, pues aún hay mucho camino por recorrer. Ya hoy el horizonte europeo de 1992 se ha convertido en una importante fuerza impulsora de la innovación, y yo esperaré que lo siguiese siendo, máxime si se consolida la liberalización de los movimientos de capital, componente crucial, en mi opinión, del proceso futuro.

—¿Qué cambios más importantes se aprecian en el actual diseño e instrumentación de política monetaria?

—Un cambio cuya importancia se verá con el tiempo es la reciente reducción del coeficiente de caja. En lo que respecta a la instrumentación de la política monetaria, su efecto básico es que va a impulsar el uso de las operaciones de mercado abierto como vía de intervención sobre la liquidez del sistema. Con todo, en la perspectiva de la evolución de la instrumentación del control monetario desde 1974, éste no es un cambio sustancial en ningún sentido, al igual que tampoco se ha producido recientemente cambio alguno en el diseño de la política, como no sea el cambio de énfasis que ha conducido al Banco de España a situar el tipo de cambio como indicador crucial del comportamiento de la política monetaria a corto plazo. Téngase en cuenta que este aspecto de la instrumentación de la política monetaria ha sido el pionero de la innovación en nuestro sistema y, en sus aspectos básicos, se encuentra consolidado hace ya tiempo.

—¿Considera que la posición actual del Banco de España para ejercer su papel básico en el sistema financiero es lo suficientemente independiente, a la luz de la experiencia internacional próxima?

—Yo creo que el Banco de España nunca tuvo la independencia que requería para poder desarrollar plenamente su labor de control de precios. Con frecuencia, el peso de las decisiones de las autoridades económicas —en sus aspectos fiscales, de gestión de deuda, de política comercial, etc.— ha condicionado seriamente las posibilidades de actuación de las autoridades monetarias, que frecuentemente han tenido que conformarse con el papel de «Pepito Grillo» de la problemática evolución de nuestra economía. Por fortuna, en los últimos años las autoridades económicas han manifestado una preocupación intensa por la evolución de la inflación, lo que ha posibilitado un grado razonable de coordinación con el Banco de España, principalmente en el periodo anterior al ingreso en el SME.

En el futuro, creo que habría mucho que ganar de un reforzamiento de la independencia del Banco, lo cual, por otra parte, si el Ministerio de Economía se toma en serio su promesa de no recurrir al Banco de España para financiar sus déficit, no debería de constituir mayor problema.

—¿Se han producido cambios de orientación significativos en el terreno de la supervisión de las instituciones financieras en los últimos años? ¿En qué sentido?

—En el terreno de la supervisión, si se ha producido un cambio importante, provocado por la entrada en vigor de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Depósito, con sus amplísimos y discrecionales poderes de intervención y sanción, reforzados hasta límites impensables por la generalización de la idea de que es deber de las entidades financieras atenerse no sólo a la letra de la normativa, sino también a su espíritu. En la medida en que no está claro que el encargado de inter-

pretar ese espíritu sea una instancia jurídica independiente, lo que se consigue es aumentar la inseguridad jurídica en que viven las instituciones financieras, a las que ya no basta sólo con comprender la normativa y cumplirla, sino que han de interpretar también el espíritu del regulador, presuntamente en un sentido que no se oponga a la interpretación de quienes tienen poder de sancionar. Se ha generado así la peor situación de todas: una en que ni la normativa existente parece ser nunca suficiente, lo que lleva a continuas modificaciones al calor de los sucesos, ni es fácil generar un clima de colaboración fácil que haga innecesaria gran parte de la normativa.

En conjunto, desde mi punto de vista, se ha avanzado mucho en el camino del intervencionismo en las entidades financieras, y de cara al futuro no me parece que ésa sea la mejor línea de actuación.

—*¿Cómo valora la tendencia hacia la reducción de coeficientes de caja e inversión en las instituciones crediticias? ¿Cree que el sistema instrumentado es eficaz de cara a la competencia?*

—La reducción del coeficiente de caja y la supresión del coeficiente de inversión eran medidas inevitables si se pretendía que las instituciones financieras españolas compitieran en igualdad de condiciones con las entidades europeas. Probablemente, el sistema implementado no sea el mejor de los posibles, en particular por la imposibilidad de transmitir libremente los certificados que se han emitido para absorber la liquidez que la reducción del coeficiente libera, pero aún así debe aplaudirse este avance, muy importante para la equiparación operativa de las entidades financieras españolas.

—*¿Han tenido la política presupuestaria y la financiación del déficit público efectos perturbadores o retardatarios de la reforma del sistema financiero español?*

—Yo creo que habría que distinguir entre lo que de perturbador tuvo, y tiene aún, para la ejecución de la política monetaria el persistente déficit de las administraciones públicas y su, con frecuencia, poco ortodoxa financiación y el efecto de la política presupuestaria y de financiación del déficit sobre la reforma y la innovación financiera en el sistema español. Por ejemplo, en el mercado de deuda pública se han introducido instrumentos y modos operativos de influencia capital para otros mercados: el pagaré del Tesoro o la letra del Tesoro son instrumentos de ese tipo, lo mismo que la estructura de intermediarios ciegos y la actividad de «creación de mercado» son ejemplos de los modos operativos a que me refiero. De esta forma, en España ha estado vigente un círculo vicioso-virtuoso que, al calor de las dificultades y tensiones introducidas por la necesidad de mejorar las condiciones de financiación del déficit público, ha impulsado la reforma y el avance del sistema.

—*¿Cómo valora la evolución de los tipos de interés en España en los últimos años? ¿Qué factores considera que son más influyentes sobre el nivel y evolución de los tipos de interés?*

—Cuando se habla de la evolución de los tipos de interés en períodos prolongados, es de la mayor importancia centrarse en sus determinantes básicos: oferta y demanda de fondos prestables en el caso de los tipos de interés reales, y éstos mismos más la tasa de inflación esperada en el caso de los tipos nominales. De manera que la historia de los tipos de interés no es sino la historia de sus componentes básicos y, en los últimos años, éstos han sido la presión de la demanda de fondos, impulsada por unas perspectivas de crecimiento especialmente favorables, en el caso de la demanda privada, y por el crecimiento imparable del gasto en el caso de la demanda pública, junto con la escasez crónica de la oferta de ahorro interno, nunca especialmente fuerte y últimamente mermada por el intenso aumento del consumo, tanto público como privado. Esto explica que los tipos de interés reales en España hayan sido, y sean aún, especialmente elevados en los últimos años. Si a ello sumamos una tasa de inflación difícil de reducir y, por el contrario, siempre dispuesta a elevarse a la menor oportunidad, tendremos la explicación de los altos tipos de interés que existen en España y, con ellos, del diferencial existente con los de otros países europeos.

—*¿Cómo ha cambiado en los últimos años la posición de las instituciones financieras ante la mayor competencia previsible con la creación del mercado único? ¿Cree que la normativa comunitaria afectará sustancialmente al actual diseño del sistema financiero español? ¿En qué sentido?*

—En los últimos años, las instituciones financieras han dado pasos que han cambiado por completo su posición competitiva ante el mercado único. La reducción de plantillas y el desarrollo de procesos tecnológicos de vanguardia y, en una perspectiva más próxima, las fusiones habidas, o en proceso, y el propio desarrollo de las cuentas de alta remuneración, son ejemplos de actuaciones que están modificando con intensidad la posición competitiva de las entidades financieras españolas y, de hecho, mejorándola.

La modernización operativa, junto con la sanidad del balance, la elevada capitalización y la extensión de las redes de distribución de productos disponibles son los grandes componentes de ventaja competitiva del sector bancario español, cuya importancia no hará sino crecer a medida que el mercado único financiero vaya desarrollando sus implicaciones.

—*¿Considera que la dimensión es un factor clave del negocio bancario en España? ¿Cuál es su juicio sobre los procesos de fusión de entidades crediticias realizados y en vías de realización en nuestro país?*

—La dimensión no es un factor clave del negocio bancario en ningún país, pero no cabe duda de que en todos existen especiales oportunidades de negocio para las entidades más grandes. En lo que respecta a España, es cierto que el sector bancario se encuentra especialmente fragmentado y que la dimensión de los grandes bancos españoles es pequeña en relación a los grandes bancos de otros países. Esta situación, unida a las tensiones competitivas existentes en el mercado bancario interno, ha generado en el pasado, y lo continúa haciendo, presiones en el sentido de una mayor concentración del sistema, con la perspectiva de la consolidación y refuerzo de un sistema bancario propiamente español dentro del contexto comunitario. Lo que sucede es que los procesos de concentración empresarial son siempre difíciles, y más en estructuras básicamente presidencialistas como son los bancos. En España, además, el proceso de concentración se ha politizado hasta extremos insospechados y se ha intentado hacerlo jugar al servicio de intereses que, al final, ni siquiera estaban claros. Esto ha dificultado el proceso y ha impedido iniciativas de fusión prometedoras, pero no estoy seguro de que haya consolidado un nuevo estado de equilibrio en el sector capaz de perdurar en la singladura europea que nos espera.

—*¿Cree que el sistema bancario español es, en conjunto, eficiente? ¿Cómo situaría la eficiencia de las entidades de depósito españolas en relación con las de los países comunitarios?*

—No es éste el momento de perderse en disquisiciones sobre los indicadores de eficiencia y su comparación entre los bancos españoles y los de otros países. Basta decir que, en todos los países, la industria bancaria responde a un modelo de competencia monopolista y que, por tanto, es con referencia a este tipo de estructuras como debe juzgarse la eficiencia de la banca española, que al final se expresará en su mayor o menor capacidad para ofrecer servicios adecuados a precios razonables. En todo caso, creo que debe denunciarse un cierto grado de atención enfermiza hacia la eficiencia de nuestro sistema bancario, con pronunciamientos de todo orden, en general descalificatorios y negativos, fundados en un análisis menos que elemental. ¿Por qué es más importante, en un sentido que no sea el político, la eficiencia de nuestra industria bancaria que la de nuestra industria química o la de nuestro sistema de distribución en grandes almacenes, por ejemplo?

—*¿Cuál es su opinión sobre la rentabilidad de las entidades financieras españolas? ¿Cree que su actual nivel se mantendrá en el futuro más competitivo derivado de la implantación del mercado único?*

—El nivel de rentabilidad de la banca española se fundamenta en la amplitud del margen financiero, que permite una demanda de crédito en constante crecimiento y una disponibilidad de recursos a bajo coste,

resultado de una red de captación extensa y profunda. Tanto uno como otro elemento es probable que reduzcan en el futuro su contribución al margen financiero, pero yo no estoy seguro de que ése no sea un proceso que hubiera ocurrido en todo caso, y cuya vinculación con la implantación del mercado único sea más bien tenue. Existe la idea de que sin el avance hacia el mercado único el mercado financiero español sería una balsa de aceite dominada por un grupo de grandes bancos ajenos a cualquier presión competitiva, y creo que esa imagen no responde a la realidad. Muy al contrario, en el proceso competitivo que estamos viviendo ahora mismo, existen numerosos componentes exclusivamente internos de la mayor importancia; por ejemplo, el proceso de cambio generacional que está atravesando nuestro sistema financiero.

—*¿Qué partes o aspectos del sistema financiero español han sido, en su opinión, menos receptivos al cambio que se ha producido?*

—Todas las partes del sistema han sufrido y están sufriendo el proceso de cambio. Lo que sucede es que algunas, por ejemplo los mercados de valores en general, se han incorporado a él en fecha reciente y, por tanto, aparecen como más impermeables a ciertas transformaciones que en su contexto aún no han tenido ocasión de desarrollarse con plenitud, en gran medida por la propia dificultad de regularlas y adecuarlas al conjunto del sistema. Con todo, ya se han dado pasos cruciales con la Ley del Mercado de Valores y el establecimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, encargada de desarrollarla, con lo que cabe esperar que, en un futuro próximo, asistiremos a importantes desarrollos en estos mercados.

«El mercado único ya está teniendo efectos sobre algunos segmentos de los mercados e instituciones españoles.»

José A. TRUJILLO DEL VALLE y
Fernando VARGAS BAHAMONDE

—Las sucesivas ediciones del manual sobre el sistema financiero español del que ustedes son autores muestran, evidentemente, los cambios producidos en los últimos años en el sistema financiero. A juzgar por los capítulos o partes de la obra que han debido cambiarse con más intensidad y reiteración, ¿cuáles dirían que son los puntos o aspectos fundamentales del cambio reciente en el sistema financiero?, ¿qué esfuerzo o principios fundamentales consideran que están detrás de esos cambios?

—Hay dos elementos centrales alrededor de los cuales ha girado el cambio de nuestro sistema financiero. Por un lado, la desaparición de diferencias operativas entre entidades bancarias y la eliminación de regulaciones que restringían su capacidad de actuación (coeficientes monetarios y de inversión, operativa en moneda extranjera, expansión vía sucursales, etc.), así como la modificación, adaptación y mejora técnica de otras normas (coeficiente de recursos propios, regulación de la creación de bancos), que recientemente se han extendido también al resto de las entidades de crédito (sociedades de crédito hipotecario, financieras, entidades de *factoring*, sociedades de arrendamiento financiero y banca oficial). Todo esto, junto con la entrada de banca extranjera y la liberalización de los tipos de interés, produjo un incremento de la competencia y la consiguiente necesidad de modernización de las entidades.

El otro elemento ha sido la aparición de auténticos mercados de activos financieros; un proceso que comienza con el mercado interbancario, que pasa por los de diversos activos de origen privado y que, a partir de un cierto punto, tiene como principal protagonista al de deuda pública y sus derivados (futuros y opciones sobre deuda). La aparición de nuevos mercados ha venido acompañada de la proliferación de intermediarios especializados y de la adaptación de las entidades bancarias a un nuevo marco operativo muy distinto del que podemos definir como binomio depósito-crédito.

Hay que tener en cuenta, en todo caso, que el proceso de cambio experimentado por nuestro sistema financiero ha tenido que cumplir simultáneamente dos objetivos o necesidades. Por un lado, debía modernizarse adoptando prácticas e instituciones ya comunes en otros países y, por otro, ha tenido que recorrer el camino de la liberalización y la innovación, que también han tenido que recorrer el resto de los sistemas financieros.

Los cambios más recientes están especialmente orientados a nivelar el terreno de juego competitivo para las entidades españolas ante el desafío del mercado único. No debe olvidarse, sin embargo, que algunos cambios en la regulación bancaria (ninguno de ellos profundo) surgen de la mera necesidad de trasponer el derecho comunitario al español.

—¿Consideran Vds. que la transformación de las instituciones financieras constituye un elemento clave del proceso de cambio experimentado por el sistema financiero en los últimos quince años? ¿En qué sentido? ¿Ha sido más intenso el cambio en unas instituciones que en otras?

—El término «institución financiera» es excesivamente amplio. Si la pregunta se refiere a las entidades de crédito, y en concreto a las bancarias, la respuesta es afirmativa. El cambio en nuestro sistema difícilmente podría haber sido profundo si estas entidades no lo hubieran protagonizado. Los elementos fundamentales del cambio en los intermediarios bancarios han venido provocados, por un lado, por la progresiva liberalización y ampliación de su operativa y, por otro, por un fuerte incremento de la competencia entre las entidades del sector y por parte de otras parabancarias.

Ciertamente, el cambio ha sido mayor en aquellas entidades sujetas a una mayor regulación restrictiva y con unas prácticas bancarias menos evolucionadas. Es decir, en general, más en el sector de cajas que en el de bancos, y debe resaltarse que en la actualidad las diferencias no sólo han desaparecido en la regulación, pues, detectándose aún diferencias marcadas por un pasado distinto, la actitud de unos y otros frente al negocio bancario es ya casi idéntica, especialmente en lo referente a las principales entidades dentro de cada grupo.

Otro conjunto de entidades que protagonizan una parte importante del cambio en nuestro sistema son las surgidas de la reordenación del mercado de valores, es decir, las agencias y sociedades de valores. En este caso, su impacto sobre la actividad bursátil está todavía por ver, y además estamos a la espera de la reordenación de un sector, al parecer, sobredimensionado.

—¿Creen que el desarrollo de nuevos mercados, tanto monetarios como de capitales y de deuda pública, ha tenido importancia real en el desarrollo reciente del sistema financiero?

—Si excluimos el mercado bursátil, puede decirse que, en los últimos años, hemos asistido al nacimiento de los mercados financieros en España. Este proceso continuará en el futuro, ya que, por ejemplo, los de opciones y futuros acaban de comenzar. Téngase en cuenta que hace quince años prácticamente no existía ni siquiera el mercado interbancario, al menos no con la organización y el grado de eficiencia actuales. En su conjunto, no cabe duda de que los nuevos mercados han contribuido

al desarrollo del sistema financiero, al igual que éste ha contribuido al nacimiento de nuevos mercados y al desarrollo de otros.

—*¿Qué opinión les merece el proceso de innovación financiera experimentado en España? ¿Cuál creen que será el futuro del proceso innovador?*

—En nuestro país, en muchos casos, se ha entendido por innovación la aparición de activos o prácticas bancarias tendentes a sortear alguna regulación financiera o fiscal. En este sentido, y así lo demuestra nuestro pasado reciente, estas innovaciones, que se han denominado «espurias», son tan efímeras como las regulaciones.

Si, por el contrario, entendemos por innovación el uso cada día más extendido de instrumentos financieros de «fuera de balance» relacionados con tipos de interés o de cambio, cuya existencia tiene que ver con la incertidumbre o el riesgo —futuros, opciones, *frás*, *swaps*, etc.— nuestro sistema se está limitando a importar lo que ya ha probado su eficacia en otros sistemas más avanzados. Es aún pronto para poder diagnosticar su relevancia en nuestro país, pero, dado que, al menos en lo que se refiere al sistema financiero, España es cada vez menos diferente, puede aventurarse que tendrán la misma importancia que en otros países de la OCDE de similar desarrollo financiero.

Ahora bien, la innovación verdaderamente importante y profunda ha sido aquella provocada por la introducción en todos los ámbitos del negocio financiero de tecnología informática, medios de pago electrónicos, centrales de anotación y compensación de activos, sistemas de negociación a través de ordenador, herramientas para la valoración y simulación de operaciones, etc. Todo esto es lo que ha supuesto una auténtica revolución en el sector financiero en la última década.

—*¿Qué cambios más importantes se aprecian en el actual diseño e instrumentación de la política monetaria?*

—En cuanto al diseño, hemos asistido en los últimos años a la quiebra de un modelo de política monetaria centrado en el control de los agregados monetarios como objetivo intermedio, y en la inflación como objetivo final.

La paulatina mayor atención al tipo de cambio nominal, mucho antes de nuestro ingreso en el SME, la frecuente pérdida de control de los agregados monetarios y su dudoso significado han dejado a la política monetaria en un modelo más difícil de definir, en el que más que antes «se mira a todas partes», donde sigue siendo la inflación el objetivo último, el tipo de cambio una restricción y el tipo de interés a corto plazo la variable de control. Todo esto se ha visto acompañado durante el último año por el menos sofisticado de los instrumentos: el control directo del crecimiento del crédito de cada entidad, que, como parece demostrarse, ha desencade-

nado un proceso de desintermediación, vía pagarés de empresa, que hace muy difícil la interpretación de las cifras de agregados monetarios y crediticios.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que la política monetaria, en la última década, ha estado muy mediada por una financiación del gasto público centrada en el corto plazo y compartiendo instrumentos con la política monetaria. En definitiva, recursos que el Tesoro debería haber obtenido directamente del público, mediante impuestos o deuda, son detraídos por el Banco de España, a bajo coste, como exceso de liquidez generada por el sistema bancario, y sirven para financiar al Tesoro. Este procedimiento, que no es sino una forma de imposición encubierta que las entidades trasladan al público, ha sido un factor que ha complicado enormemente la instrumentación de la política monetaria, aunque, desde luego, hay que admitir que es un impuesto cuya variación es políticamente poco costosa. En todo caso, parece que, por la vía de la necesaria armonización que impone nuestra participación en la Comunidad Europea, caminamos hacia una mayor ortodoxia en la financiación del déficit público, como consecuencia de la desaparición paulatina de los coeficientes bancarios.

—*¿Consideran que la posición actual del Banco de España para ejercer su papel básico en el sistema financiero es lo suficientemente independiente, a la luz de la experiencia internacional próxima?*

—Si nos referimos, exclusivamente, a la política monetaria, es un hecho que, en lo fundamental —es decir, en el diseño y mantenimiento de una política antiinflacionista—, el Banco de España ha mantenido su criterio frente a presiones del gobierno, incluso en momentos difíciles. Sin embargo, es dudoso que, en última instancia, el problema de la independencia del Banco sea solucionable exclusivamente por la vía «jurídica». La situación actual es satisfactoria, aunque radique en la voluntad política del gobierno de respetar la independencia del Banco. En definitiva, un sistema un tanto frágil, pero probablemente no mucho más que otros jurídicamente más apoyados; y quizá el mejor ejemplo en este sentido nos lo ha ofrecido el Bundesbank en el caso de la unificación monetaria alemana: el más independiente de los bancos centrales también se pliega a los condicionantes políticos.

—*¿Se han producido cambios de orientación significativos en el terreno de la supervisión de las instituciones financieras en los últimos años? ¿En qué sentido?*

—Los cambios más significativos en la supervisión del sistema financiero español han surgido por dos vías; por una parte, dicha supervisión se intensifica como respuesta al proceso de desregulación bancaria y, por otra, se produce una importante clarificación de la estructura de la supervisión, y de las autoridades responsables de la misma, en las distintas áreas del sistema.

El profundo proceso de liberalización, o desregulación, del sistema bancario no sólo ha tenido como contrapar-

tida un reforzamiento de las normas de solvencia (coeficiente de recursos propios, exigencia de provisiones), mayores exigencias de información al Banco de España (en balances, resultados y otros estados complementarios, incluyendo información acerca de tipos de interés libres) y un aumento en la transparencia de las operaciones con la clientela, también se ha traducido en la necesidad de incrementar los medios humanos y materiales de la supervisión del Banco de España, a la vez que se depuraban y desarrollaban las técnicas de supervisión, tanto interna como externa, de unas entidades cuya operativa, por ser cada vez más libre, estaba sujeta a nuevos y, en ocasiones, mayores riesgos, y daba nacimiento a operaciones cada vez más innovadoras.

En cuanto a la reestructuración, 1988 fue un año fundamental; la Ley de Disciplina, por un lado, y la del Mercado de Valores, por otro, modificaron significativamente la estructura de la supervisión en nuestro sistema financiero. La primera traspasó al Banco de España la responsabilidad de la supervisión y el control de todas las entidades de crédito, incluyendo a la banca oficial, con lo que se cumple un principio básico, como es el de colocar a todas las entidades bancarias bajo un mismo supervisor. La segunda modificó profundamente el mercado de valores y creó su propia autoridad supervisora: la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Por lo tanto, a comienzos de la década de los noventa, el sistema financiero español está estructurado en torno a tres grandes áreas claramente diferenciadas —y semejantes a las de otros países— tanto en cuanto a las entidades que las componen como en lo que se refiere a la autoridad supervisora, si bien, lógicamente, existen solapamientos entre ellas; la CNMV tiene, por ejemplo, responsabilidades sobre los bancos en cuanto miembros de un mercado secundario de valores y en lo que se refiere a sus operaciones con valores. Estas tres áreas son la bancaria, constituida por todas las entidades de crédito, dependientes del Banco de España; la de valores, integrada por sociedades y agencias de valores y por instituciones de inversión colectiva, dependientes de la CNMV, y la de seguros, que incluye compañías de seguros, fondos de pensiones y mutualidades de previsión social, dependientes de la Dirección General de Seguros.

—¿Cómo valoran Vds. la tendencia hacia la reducción de coeficientes de caja e inversión en las instituciones crediticias? ¿Creen que el sistema instrumentado es eficaz de cara a la competencia?

—La reducción de coeficientes, en cuanto que elimina una importante distorsión sobre la actividad bancaria en general, y sobre algunos mercados de activos en particular, debe valorarse positivamente. Por otra parte, el mercado único no deja otra alternativa que la homogeneización de las políticas que afectan a la competitividad relativa de las entidades bancarias de los diversos países comunitarios.

Sin embargo, en lo que se refiere al procedimiento de reducción del coeficiente de caja, sí son oportunos algunos comentarios. Es difícil diseñar un mecanismo de reducción que distribuya el beneficio implícito en ella de forma neutral. Pero, sin entrar a definir el significado de la neutralidad en este caso, sí parece que el sistema de reducción de una sola vez, y mediante su transformación en deuda de bajo interés, afecta de manera muy distinta a las entidades, en función exclusivamente de su pasado más reciente, y con repercusiones a muy largo plazo. La radicalidad del procedimiento ha supuesto un cambio importante en el significado de la lucha por el pasivo. Ahora, la entidad que pierde un depósito se queda con los certificados del Banco de España, que tienen una pérdida implícita de capital muy fuerte.

Ciertamente, la medida de reducción provoca una mayor competitividad entre las entidades bancarias; aquella que gane pasivo estará ahora sujeta a un menor «impuesto», mientras que la que lo pierda se queda sin el recurso más barato para financiar el peso muerto de los certificados a bajo interés que se le han consolidado. Aunque es cierto que, para amortiguar el alcance del efecto negativo citado, la circular que regula el coeficiente abre la posibilidad de que aquellas entidades que pierdan más de un 10 por 100 de los pasivos computables que dieron lugar a su cuota de certificados, siempre que dicha pérdida pueda ser interpretada como permanente, puedan beneficiarse de una reducción de su cartera de certificados.

—¿Han tenido la política presupuestaria y la financiación del déficit público efectos perturbadores o retardatarios de la reforma del sistema financiero español?

—La política presupuestaria, entendida como el tamaño del déficit, ha sido el principal elemento dinamizador de los mercados financieros, en tanto que ha dado lugar a la aparición de un volumen importantísimo de deuda negociable.

En el mercado de deuda pública y sus derivados ha sido donde primero se han introducido innovaciones en los sistemas de negociación, anotación y liquidación, que ahora se extienden a otros mercados.

La otra cara de la moneda es que, como ya hemos dicho antes, la escasa ortodoxia de la financiación de una parte importante del déficit público ha supuesto un elemento de distorsión para la actividad bancaria y ha retardado su proceso de desregulación.

—¿Cómo valoran la evolución de los tipos de interés en España en los últimos años? ¿Qué factores consideran que son más influyentes sobre el nivel y evolución de los tipos de interés?

—Quizá el elemento más sobresaliente no sea su elevado nivel, sino su excesiva variabilidad. En los últimos años, la frecuencia y brusquedad de los cambios en los

tipos de interés no parece corresponderse con la existencia de perturbaciones y cambios de igual naturaleza en el entorno económico, sino que más parece el resultado de una política monetaria que sobrerreacciona.

Tanto el nivel como la evolución de los tipos a corto plazo están muy mediatizados por la política monetaria; están, de hecho, en su actual punto de mira. Si los agentes esperan que la política monetaria sea muy activa, muy intervencionista, también su escenario sobre los futuros tipos a corto será incierto. El riesgo que esto supone para la actividad financiera se traduce en primas de riesgo y en una sobrerreacción de los tipos a largo plazo ante cualquier intervención de la autoridad monetaria. Por otra parte, este riesgo de los mercados a largo plazo es uno de los elementos que explican el escaso atractivo y desarrollo de dichos mercados en España.

—¿Cómo ha cambiado en los últimos años la posición de las instituciones financieras ante la mayor competencia previsible con la creación del mercado único? ¿Creen que la normativa comunitaria afectará sustancialmente al actual diseño del sistema financiero español? ¿En qué sentido?

—Ha cambiado —especialmente en el caso de las grandes entidades que operan en los mercados mayoristas— en la medida en que la desregulación y el desarrollo de los mercados financieros españoles ha nivelado su capacidad competitiva con el exterior, y en que sus propios cambios y desarrollos de gestión interna, presencia en los mercados internacionales y participación en los procesos de innovación financiera les coloca en una situación claramente superior a la propia de hace sólo una década.

Desde el punto de vista estricto de la regulación bancaria, hay al menos tres razones para pensar que la normativa comunitaria no afectará sustancialmente al actual diseño del sistema financiero: el repetido proceso de desregulación experimentado por el sistema; la preocupación de las autoridades por tener presente la normativa comunitaria en los cambios normativos más importantes de la década —incluso desde antes de la adhesión de España—, colocándolos básicamente en línea con la CEE (caso, por ejemplo, de la reforma del coeficiente de recursos propios), y el hecho de que la normativa comunitaria sólo busca una armonización mínima de la regulación bancaria.

Sin embargo, el principio del reconocimiento mutuo es un instrumento elemental, pero muy poderoso, que, a través del juego de las libertades de establecimiento y prestación de servicios y de la lista de actividades bancarias pactadas, puede llevar a una convergencia normativa que vaya más allá del derecho bancario positivo de la CEE, entrando en temas no regulados, u obligar a las autoridades a ajustarse más cercanamente a los mínimos establecidos.

Puede esperarse que todo lo anterior, junto con la

dinámica de los mercados integrados, afecte al negocio de aquellas entidades que funcionan al por mayor, que son las más preparadas y capaces de enfrentarse a aumentos de la competencia, y provoque alguna pérdida de margen de intermediación. A corto y medio plazo, es más difícil pensar que las entidades que operan al por menor, o las entidades regionales, se vean muy afectadas por dicha competencia, dada su penetración geográfica, cultural, idiomática e histórica en los mercados.

Lo que está claro es que el mercado único ya está teniendo efectos sobre algunos segmentos de los mercados e instituciones españolas por el simple hecho de que éstos y éstas han reaccionado frente a aquél; piénsese, por ejemplo, en los procesos de fusión de bancos y cajas, de absorciones de cajas rurales por cajas de ahorros, los acuerdos o asociaciones entre entidades españolas y entidades de otros países comunitarios y, en menor medida, en los otros muchos condicionantes con que influye en la competencia actual por el pasivo bancario.

Los comentarios anteriores son también aplicables, en buena medida, al área de valores y de seguros, con sus obvias especificidades.

Por otro lado, es posible que los mayores efectos de la regulación comunitaria sobre nuestro sistema financiero vengan de la mano de la liberalización de los movimientos de capitales.

—¿Consideran que la dimensión es un factor clave del negocio bancario en España? ¿Cuál es su juicio sobre los procesos de fusión de entidades crediticias realizados y en vías de realización en nuestro país?

—Presumiblemente, cada vez lo será más; sin embargo, la dimensión puede alcanzarse no sólo mediante la fusión, que en algunos casos puede traer más problemas que ventajas. La asociación entre entidades en el ámbito nacional e internacional, para actividades y negocios concretos, o con carácter global, es una alternativa mucho más fructífera en muchos casos. Estas asociaciones rara vez tienen elementos negativos para las entidades, algo que en ningún caso puede decirse de las fusiones. Estas, en general, sólo están justificadas si se produce un ahorro efectivo de costes, fundamentalmente por la vía de la reducción de oficinas y empleados, y lo segundo es difícilmente alcanzable excepto por la vía del futuro incremento de la dimensión.

Quizás en el caso de las cajas de ahorros sí haya una justificación para la fusión de entidades que compiten dentro de un mismo territorio. Pero al mismo tiempo, aún es más acusada en su caso la facilidad para alcanzar, mediante la asociación, las alternativas de negocio y beneficio que otorga la mayor dimensión. De hecho, existen interesantes muestras de las posibilidades del proceso asociativo entre cajas de ahorros.

—¿Creen que el sistema bancario español es, en conjunto, eficiente? ¿Cómo situarían la eficiencia de las

entidades de depósito españolas en relación con las de los países comunitarios?

—El sistema financiero español es *potencialmente* eficiente porque reúne los requisitos básicos para serlo.

No es nada fácil definir, estudiar o medir la eficiencia. Una vía es partir de la llamada «eficiencia funcional», que llevaría a definir las funciones que debe cumplir un sistema financiero, o sus instituciones, y sus cualidades desde el punto de vista de calidad, coste, conveniencia y cercanía al consumidor, tomando en cuenta paralelamente la eficiencia en la asignación de los recursos. Pero desconocemos la existencia de estudios completos y concluyentes en este sentido.

La alternativa es partir de una definición teórica de las condiciones básicas que deben darse para alcanzar un grado de competencia y un adecuado funcionamiento de los mercados que aseguren, por sí mismos, la eficiencia. Este es el sentido de la primera afirmación de esta respuesta; después de las transformaciones del sistema financiero de la última década, la situación actual debería favorecer claramente la competencia y, por ende, la eficiencia, dada la interacción que se produce entre la libre entrada de nuevas entidades bancarias (una vez satisfechos unos mínimos de solvencia exigidos) a un mercado caracterizado por una total libertad de precios, tanto en lo que se refiere a tipos como a comisiones, y la ausencia de restricciones operativas.

—¿Cuál es su opinión sobre la rentabilidad de las entidades financieras españolas? ¿Creen que su actual nivel se mantendrá en el futuro más competitivo derivado de la implantación del mercado único?

—La rentabilidad de los recursos propios de la banca española se sitúa en el nivel que parece apropiado para enfrentar los desafíos futuros y las posibles reducciones de márgenes como consecuencia del aumento de las operaciones competitivas, especialmente si se tiene en cuenta que en 1990 prácticamente ha concluido el proceso de saneamientos extraordinarios que, en el pasado, han determinado de manera significativa su resultado contable.

La comparación con otros países es siempre compleja porque, a pesar de los recientes esfuerzos de organismos supranacionales (OCDE, CEE, BPI), es conocida la falta de homogeneidad de la información estadística bancaria internacional hoy disponible en relación con este tema.

Con todas estas salvedades, los datos disponibles parecen indicar que la rentabilidad de la banca española se sitúa en una zona media alta en las comparaciones internacionales, a pesar de tener mayores beneficios en términos de balance, por el efecto de su mayor nivel relativo de capitalización.

En el futuro, jugarán una serie de factores contradictorios entre sí: el posible estrechamiento de márgenes

vía competencia, compensado, parcial o totalmente, por el efecto positivo de la reducción de coeficientes; la disminución de las necesidades de saneamientos, que quedarán circunscritas a cada ejercicio económico, en un momento de salud económica empresarial, y el margen que tienen las entidades en cuanto a otros productos ordinarios y gastos de explotación.

—¿Qué partes o aspectos del sistema financiero español han sido, en su opinión, menos receptivos al cambio que se ha producido?

—Quizá las entidades regionales más alejadas, tanto físicamente como por su actividad, clientela o negocio, de los mercados financieros centrales. En cuanto a operaciones, todas han sido receptivas, pero desde luego más las bancarias pasivas con todo tipo de clientela y las activas al por mayor que las activas al por menor (por ejemplo, cierto tipo de crédito al consumo, en que los cambios parecen ser más publicitarios que reales en cuanto a trámites necesarios para concederlos, avalistas, plazos, instrumentación, etcétera).