

TRANSFORMACION FINANCIERA EN ESPAÑA

Cualquier observador imparcial de la realidad financiera de España en 1990, con perspectiva comparativa respecto a lo que esa misma realidad era hace tan sólo 12 ó 15 años, no puede por menos de constatar la profunda transformación experimentada en ese período reciente por el sistema financiero español. De hecho, cuantos informes nacionales o de organismos internacionales han hecho referencia a esta parcela de la economía española no han dejado de reconocer —con matices y precisiones— el importante esfuerzo de transformación financiera en España.

Esa línea amplia de reforma no es, sin embargo fortuita. Es la lógica respuesta de adaptación de las instituciones financieras, y de los diferentes agentes que operan en los mercados, a las nuevas condiciones económicas internas y externas que definen la actual situación económica y marcan los puntos relevantes de su evolución futura. Tal vez los términos claves que han marcado la ruta de transformación financiera son los de *liberalización* y *competencia*. Una competencia reforzada, posibilitada, por un amplio proceso de desregulación financiera, presionada por la anticipada percepción interna de las fuerzas inmanentes en la construcción del mercado único europeo y, en algunas parcelas del sistema financiero, facilitada por la renovación de las cúpulas ejecutivas de entidades crediticias destacadas. De esta forma, el panorama del comportamiento financiero español de los últimos años se ha visto intensamente trastocado en lo que era su fisonomía tradicional. En los últimos años —incluso meses—, se ha podido asistir en España a un amplio proceso de transformación de la propia concepción tradicional del negocio financiero. Las instituciones han experimentado una reorganización profunda, han incorporado a personal nuevo y especializado, y se han producido fusiones y concentraciones de empresas financieras buscando el adecuado dimensionamiento de cara a una estrategia ofensiva respecto a la competencia externa; las entidades tratan de incrementar su cuota de mercado tomando una posición de más amplia base que les permita contemplar con mayor tranquilidad la rivalidad que intuyen en el comportamiento futuro más agresivo de las entidades competidoras, y no dudan para ello en entrar en una «guerra de pasivo», a sabiendas de que tal estrategia va a comportar inevitablemente una reducción en el margen financiero que, con toda seguridad, las cuentas de resultados del futuro reflejarán como un dato cuantitativo contundente.

Este fenómeno no es exclusivo de España. Un reciente informe del grupo Lafferty (*Financial Revolution in Europe*, Lafferty Publications, Londres,

1990) destaca, para los países europeos, la importancia y alcance del proceso de cambio en los sistemas financieros nacionales: «Las instituciones financieras europeas están siendo sometidas a una serie de fuerzas poderosas que están remodelando toda la industria financiera». Y más adelante afirma, de cara al futuro: «las estrategias institucionales deben ser lo bastante robustas para hacer frente a comportamientos inesperados de los clientes, de los mercados y de los competidores».

Tal vez, una vez más, este proceso de transformación se ha vivido en España con las características de *retraso* e *intensidad* con que suelen repercutir en la realidad española los movimientos internacionales. Pero cabe poca duda de que el cambio se ha producido ya en una medida importante, y se completará en el futuro.

Esa es, al menos, la impresión que transmiten las cualificadas opiniones de un conjunto de máximos responsables de entidades crediticias españolas e instituciones relacionadas con el sistema financiero español, que han tenido la amabilidad de facilitar, con sus respuestas a un amplio cuestionario, la valoración de los lectores de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA sobre el sistema financiero. Las preguntas formuladas y las respuestas recibidas puede encontrarlas el lector interesado en las páginas finales de este número de PAPELES. Sobre la base de un general reconocimiento de la amplitud de la transformación ya experimentada, y la creencia ampliamente compartida de una previsible intensificación futura del marco competitivo, las contestaciones más reiteradas a las cuestiones planteadas, permiten apreciar ocho conclusiones de particular interés:

1.ª) Existe una general preocupación por la caída tendencial de la tasa de ahorro familiar. Un factor que muchos señalan como un elemento clave en la futura reanimación del ahorro es el mantenimiento de un marco de estabilidad económica, para cuyo logro la política monetaria no debe ser el único instrumento ni adoptar medidas toscas como la limitación de crédito, que —efectiva o no para su cometido— es discriminatoria y afecta más intensamente a la inversión que al consumo, y a las entidades eficientes que a las que no lo son.

Sin embargo, es el comportamiento del sector público, tanto en la perspectiva fiscal como en la de contención del gasto público, el aspecto que más se vincula directamente a la posible recuperación futura del ahorro nacional.

2.ª) Se destaca una clara convicción de la tendencia a comprimirse del margen financiero —afectado muy seriamente por las *supercuentas*—, lo que obligará en el futuro a reducir significativamente los costes de explotación. Razón por la cual muchos responsables de cajas de ahorros apuestan por un uso responsable, y tamizado por la *filosofía de la cuenta de resultados*, de las nuevas posibilidades de expansión de estas entidades.

3.ª) Las fusiones se contemplan como un posible camino para alcanzar la dimensión necesaria para beneficiarse de economías de escala y permitir un comportamiento más eficiente. Algunos, sin embargo, destacan las posibilidades, no plenamente explotadas, de una política de *alianzas* entre entidades nacionales y extranjeras.

4.^ª) La igualdad de condiciones entre instituciones, y particularmente entre bancos y cajas de ahorros, se valora como un aspecto positivo de la transformación financiera, que permite —sin obligar— una especialización vocacional de las instituciones sobre la base de su propia trayectoria y ventajas relativas. Un camino en el que la atención al cliente, más que a los productos, parece marcar el sentido de la evolución futura.

5.^ª) En esa misma línea, las cajas de ahorros no parecen reclamar un papel especial dentro del sistema crediticio, aunque, en general, opinan que su tradicional arraigo familiar y su atención prioritaria a las PYME son valores importantes a los que estratégicamente no deben renunciar.

6.^ª) Los responsables de cajas de ahorros muestran un cierto escepticismo respecto al uso de *cuotas participativas* como medio de nutrir los recursos propios de las entidades financieras. Una posibilidad que se manifiesta condicionada por los costes financieros de esa alternativa y por las posibilidades de lograr para tales títulos beneficios fiscales que los hagan atractivos para el suscriptor potencial.

Hay que señalar, sin embargo, como un medio alternativo útil para incrementar los recursos propios de las cajas de ahorros, la posibilidad de una nueva ley de regularización de balances que permitiera a las entidades, sin coste fiscal —y sin necesidad de procesos de fusión—, aflorar las ganancias de capital de sus activos y nutrir, con valoración actual, sus recursos propios.

7.^ª) La presencia en el sistema de instituciones financieras no bancarias se considera, en varias de las respuestas formuladas, como un elemento adicional de dinamización de los mercados financieros.

8.^ª) El cambio *institucional* más intenso se ha registrado en el área del mercado de valores. Su diseño nuevo y rupturista respecto a su esquema tradicional es todavía más una potencialidad que una realidad, dado el breve plazo transcurrido desde su instauración. Pero, en todo caso, los principios de transparencia y disciplina en el funcionamiento parecen sus elementos clave de referencia.

No parece complicado concluir que la transformación financiera en España tiene tras de sí factores de potenciación de la competencia, cambios en actitudes y comportamientos, y alteraciones institucionales sin las cuales sería muy difícil, tal vez imposible, afrontar el reto del mercado financiero único, pero también sería muy dudosa la respuesta financiera a las necesidades de crecimiento estable de la economía española. Es del reconocimiento de ese doble haz de fuerzas que caracterizan y condicionan la reciente transformación del sistema financiero español —creciente evolución de la competencia, y cambios institucionales y de comportamiento precisos para afrontarla— de donde parte el presente número 44 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA para ofrecer a sus lectores, en íntima conexión con el precedente número 43, un repaso detenido de los puntos más relevantes que destacan en el proceso de transformación financiera en España, tanto en lo que se refiere a las instituciones del sistema crediticio como a la profunda modificación operada en el mercado de capitales.

**LA ADECUACION
DEL SISTEMA
CREDITICIO
ESPAÑOL:
NUEVAS
PERSPECTIVAS**

Algunos de los compromisos que entraña la construcción de un mercado financiero único no tomarán cuerpo para España hasta 1993. Sin embargo, los avances ya producidos y el perceptible efecto de anticipación interna de las tensiones competitivas que se predicen del mercado único, y que en el terreno institucional están en buena medida vinculadas al principio de licencia única consagrado por la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, han generado un entorno adaptativo a las nuevas condiciones en el sistema crediticio español, que aporta nuevos ingredientes al permanente debate sobre el comportamiento y potencialidades de las instituciones crediticias en un marco competitivo.

La pretensión de esta sección sobre el sistema crediticio no es, por obvias razones, un estudio sistemático de instituciones y mercados, más propio de un manual sobre sistema financiero. Su objetivo es selectivo, y trata de aportar, en el conjunto de sus colaboraciones, información y análisis sobre algunos de los aspectos de mayor interés de las instituciones crediticias, y particularmente de las entidades de depósito.

Cuatro aspectos centrales constituyen las cuestiones básicas analizadas.

- 1) La situación *objetiva* de las instituciones crediticias, sus ventajas y debilidades frente a la competencia, así como los cambios en sus estrategias y actitudes para afrontarla.
- 2) La evolución de los requerimientos de solvencia y de *recursos propios* en la nueva orientación de la supervisión financiera, en un marco crecientemente desregulado en el terreno operativo.
- 3) La consideración del tema polémico de la participación del sistema bancario en las empresas no financieras. En particular, la *relación banca-industria* tiene tras de sí posiciones doctrinales e históricas diversas, según los principios inspiradores de los diferentes sistemas financieros, que merece la pena repasar a la luz de las actuales circunstancias de la economía española.
- 4) La apreciación de las líneas que se deducen del análisis de las *cuentas de resultados* de banca y cajas de ahorros en España.

**Sistema bancario
y competencia**

El sistema bancario español se ha venido caracterizando tradicionalmente por la reducida dimensión de las entidades que lo componen, su elevada concentración y su baja eficiencia a juzgar por sus elevados costes, lo que, sin embargo, no ha impedido el logro de altas cotas de rentabilidad, tanto en términos de activos totales medios como de recursos propios.

Frente a esta concepción convencional, el artículo de **Luis A. Mañas** presenta una sugerente revisión crítica e introduce factores en el análisis que, cuando menos, suavizan la rotundidad con que frecuentemente se esgrimen muchos de los argumentos relativos a los rasgos que definen al sistema crediticio.

En términos generales, el aspecto sobre el que más insiste el trabajo de **Luis A. Mañas**, y que se convierte en el centro de su relativización de muchas afirmaciones convencionales, es la carencia de investigaciones empíricas sobre los diferentes aspectos cuantitativos del sistema bancario.

Es cierto que, a juzgar por sus elevados costes de transformación, las entidades crediticias españolas no pueden ser calificadas de eficientes. Sin embargo, desde una perspectiva dinámica, muchos de los elementos que están detrás de esos elevados costes son el reflejo de actuaciones financieras —como la apertura histórica de una red de oficinas amplia— que han tratado de ajustarse, en cada momento, a las circunstancias del marco de regulación en que esas entidades han debido desarrollar su actividad. Por otra parte, los altos márgenes de rentabilidad que se asignan a las instituciones financieras españolas no suelen tener en cuenta la inflación diferencial de la economía española respecto a otros países de su entorno. Así, cuando la rentabilidad se calcula en términos deflactados, sus niveles se hacen más próximos a los de los restantes países. En relación a la dimensión, ocurre algo parecido; la baja dimensión habitualmente predicada de las entidades financieras españolas, en términos de recursos ajenos, deja de ser tan evidente cuando la comparación se hace en términos de recursos propios, de nivel de activos o de beneficios.

En suma, las investigaciones empíricas disponibles no son contundentes para juzgar la eficiencia, rentabilidad, grado de concentración y dimensión adecuada de las entidades financieras, por lo que concluir su incapacidad estructural para afrontar la competencia es una exageración poco cimentada en el análisis minucioso de la realidad.

En todo caso, la contrastación de la capacidad competitiva de las entidades financieras españolas ha dejado de ser un tema de lucubración distante para convertirse en un reto inmediato, porque lo que sí está claro es que existe un nuevo marco competitivo, posibilitado, en buena medida, por la desregulación experimentada por el sistema financiero español en los últimos años. Una desregulación cuya última manifestación ha sido la reducción del coeficiente de caja establecida por el Real Decreto de 23 de marzo de 1990, medida sobre cuya importancia llama la atención el trabajo de Mañas, destacando el escaso debate de que ha sido objeto pese a tratarse de una decisión política, ya que la forma en que la reducción del coeficiente se ha instrumentado —por la vía de la suscripción obligatoria de certificados— es análoga al establecimiento de una leva sobre el patrimonio del sector bancario, por un importe global que Mañas estima en 1,072 billones de pesetas, sin pasar por el tamiz del principio de legalidad exigible a todos los tributos.

Las nuevas coordenadas de la competencia en el sistema financiero, y sus efectos sobre el comportamiento de las entidades crediticias, tienen una consideración detenida en los artículos de **Xavier Vives** y **Juan Bengoechea**.

Xavier Vives destaca, ante todo, el hecho de que la mayor libertad operativa ha conducido a cambiar el énfasis tradicional de las estrategias seguidas por las entidades financieras en una línea de mayor agresividad, que ha tenido su expresión paradigmática en la lucha por la captación de pasivo mediante cuentas de alta retribución. Una lucha que ha puesto de manifiesto la respuesta de los depositantes a las mayores rentabilidades, en un comportamiento típico de mercado, y que matiza la tradicional creencia de que en España la movilidad del pasivo bancario responde únicamente

a la proximidad de las oficinas bancarias al cliente, o al trato recibido. La reducción del beneficio bancario será una primera consecuencia de este proceso, así como el correlativo aumento de rentabilidad para los ahorradores de renta alta y media-alta.

Desde una perspectiva más interna al propio negocio bancario, el artículo de **Juan Bengoechea**, tras analizar detalladamente el cambio en el marco de actuación de las entidades bancarias, ofrece juicios de interés para el comportamiento futuro de éstas. Así, la estructura ajustada de los costes se revela como un punto clave para soportar el peso de la competencia. Igualmente, el aspecto relativo a la capacidad de gestión de las diferentes entidades constituye un factor indispensable para valorar los procesos de fusión y concentración, ya que, como indica Bengoechea con buen criterio, el aprovechamiento de las economías de escala no es un fruto automático del proceso de concentración, sino que depende más bien de la forma en que el sistema de gestión de las entidades permita su aprovechamiento. También se destaca la necesidad de un análisis riguroso de las diferentes actividades bancarias en el proceso de diversificación de productos y servicios financieros, ya que la aparición de sinergias es un factor de segundo orden en la generación de economías de alcance.

Regulación de la solvencia de las entidades financieras

A lo largo de la historia de los diferentes sistemas financieros, siempre ha existido algún tipo de coeficiente de garantía, o norma de solvencia bancaria, que relacionase directa o indirectamente la actividad financiera de las entidades con sus recursos propios. Sin embargo, el enfoque tradicional de esta normativa discurría en el contexto de un sistema bancario muy regulado en su operativa, poco competitivo, y además se fue instrumentando en forma independiente e inconexa entre los diferentes países.

El paso desde el enfoque clásico del problema de la solvencia hacia uno distinto, que contempla la situación de sistemas financieros internacionalizados y competitivos operando con márgenes crecientes de libertad —como reflejo del proceso de desregulación universalmente seguido—, y en el que las entidades pueden incurrir en mayores riesgos, es el objeto del completo estudio que ofrece **Raimundo Poveda** en su colaboración en este número de PAPELES.

La actual regulación de la solvencia bancaria tiene dos polos de atracción. Por una parte, el decidido propósito de la autoridad monetaria de reforzar la solvencia bancaria con requerimientos crecientes —en función de la naturaleza de sus operaciones y activos— de recursos propios, como fruto de la dura experiencia vivida en la amplia crisis bancaria que España experimentó entre 1978 y 1985. Por otra parte, Poveda destaca el intento de armonización internacional —al menos europea— con que la actual normativa sobre recursos propios va desarrollándose, ante la percepción no sólo de la propia internacionalización bancaria, sino del reparto de la competencia supervisora que la normativa bancaria de la CEE consagra al establecer el principio de licencia única, que ha ido llevando hacia el criterio de control de la solvencia sobre base consolidada y a una definición homogénea de recursos propios de las entidades financieras a partir del

denominado Informe Cook, alumbrado en el seno del Banco Internacional de Pagos de Basilea.

A la luz de estos criterios, se analiza con detalle la normativa comunitaria sobre recursos propios y el necesario ajuste de la legislación española en este terreno.

Una cuestión que ha atraído permanentemente la atención de los estudiosos del sistema financiero es la relativa a la adecuada relación entre entidades crediticias y empresas no financieras por la vía de la participación accionarial.

La tradición histórica en España, y en otros muchos países —el ejemplo de Alemania es, sin duda, el más significativo—, ha sido la de una participación amplia de las entidades bancarias en el capital y en la capacidad de decisión de empresas no financieras, particularmente del sector industrial, en las que las necesidades de grandes capitales daban una vía propicia a la participación bancaria. Naturalmente que este tipo de actividad financiera de las entidades crediticias se ha visto con frecuencia como una vía de poder, de penetración y control de las empresas financieras en el mundo industrial, que ha constituido uno de los ingredientes más debatidos de la pretendida pugna entre capitalismo financiero y real en el desarrollo económico de los países.

La participación directa de las entidades bancarias en empresas no financieras —como destaca **Carlos Chuliá** en su artículo— permite una base más estable de relaciones financieras entre bancos y empresas, da a las entidades bancarias acceso a una información que de otra forma les estaría negada y supone un sacrificio de rentabilidad directa —vía dividendos— a cambio de expectativas de realización de rendimientos atípicos a través de la generación de ganancias de capital

Algunos defensores de la pureza financiera del negocio bancario, junto con aquéllos que ven con preocupación la acumulación de un excesivo poder en la banca y en sus dirigentes, han insistido en la superioridad del modelo anglosajón de banca pura, en el que las relaciones entre entidades crediticias y empresas no financieras se canalizan exclusivamente a través de operaciones de pura financiación, sin participación directa en los capitales de las empresas. De esta forma —se afirma— se limita el poder potencial de la banca y, lo que tal vez tenga más importancia desde la perspectiva que aquí nos ocupa, el negocio bancario se desenvuelve bajo cotas mayores de seguridad, al evitar el riesgo de que las crisis industriales arrastren consigo a las entidades financieras que participan en el capital de las empresas.

El tema no deja de ser polémico, y en España, país con alta tradición de participación bancaria en empresas industriales, se ha criticado a veces la insistencia que la nueva línea de reforma del sistema financiero ha puesto en reducir las participaciones industriales del negocio bancario, caminando así hacia el esquema anglosajón, porque —se dice— ha creado un vacío en el liderazgo de la financiación con capital riesgo de la actividad industrial que sólo paulatinamente se irá llenando por otros agentes económicos.

Relación entre sistema bancario e industria: un debate renovado

La situación actual —en la que mientras unas entidades financieras reducen drásticamente su cartera de participaciones industriales, otras reordenan y otorgan vida propia a sus corporaciones empresariales no financieras— podría calificarse de intermedia a nivel comparativo internacional, con una clara tendencia de las entidades bancarias a centrar sus participaciones industriales, de forma menos indiscriminada, en sectores estratégicos del futuro desarrollo real de la economía.

El interés de la perspectiva doctrinal e histórica de este tema ha aconsejado la inclusión en este número del texto íntegro de la intervención que un banquero y académico prestigioso, **José Angel Sánchez Asiaín**, desarrolló, bajo el título «Banca e Industria», en la Academia de Ciencias Morales y Políticas. Se trata de un trabajo académico que incorpora su amplia experiencia bancaria, y en el que se analizan los dos modelos tradicionales, el continental y el anglosajón, y se revisa, a la luz de esa tradición, la situación de España, en la que va alumbrando un nuevo esquema de participación de la banca en la industria con el que se busca una mayor eficacia a través de la rotación de carteras, basada en criterios de independencia, prudencia, libertad, complementariedad e igualdad.

El comentario de **José Luis Feito** sobre este mismo tema completa la información sobre los aspectos históricos de los dos modelos tradicionales, acerca de los cuales no cabe, *a priori*, establecer la superioridad de uno sobre otro. Ambos pueden tener utilidad según la función que se desee asignar al sistema bancario.

Pese a su gran importancia, este tema no ha recibido hasta ahora la atención que merece en la literatura económica. La tendencia actual a la diversificación del negocio bancario, sin duda en busca de un mayor equilibrio en los riesgos asumidos y en la necesaria ampliación de servicios financieros para competir en los mercados, ha colocado a la financiación bancaria del desarrollo industrial en franca retirada, pese a la importancia estratégica de esta actividad para el futuro crecimiento de la economía española.

Cuentas de resultados de las entidades financieras: una referencia obligada

Un estudio sistemático de los problemas actuales del sistema crediticio español no podía excluir el análisis de las cuentas de resultados, en 1989, de bancos y cajas de ahorros como punto de convergencia último de la actividad financiera de esas entidades.

Rafael Termes —en el que posiblemente sea el último artículo escrito aún en su calidad de Presidente de la Asociación Española de Banca— destaca la comprensión experimentada por el margen financiero de la banca en 1989, y la reducción de los productos derivados de la prestación de servicios, parcialmente compensada por la reducción de los costes de explotación. Sin embargo, las menores necesidades de dotaciones en 1989, reflejo de los mayores esfuerzos de saneamiento realizados en el pasado, han permitido presentar, una vez más, unos brillantes resultados contables, que implican un crecimiento del 29 por 100 de los beneficios bancarios en 1989.

Resultados muy parecidos para las cajas de ahorros se obtienen en el

trabajo de **Jorge Pereira Rodríguez**. La elevación del coste de los recursos financieros reduce los diferentes márgenes, reflejando un menor resultado de la cuenta típica, pese a las menores dotaciones de 1989, lo que obliga a una estrecha vigilancia de la estructura de los activos y de la conveniencia del propio crecimiento de la actividad. De todas formas, el aspecto más preocupante en 1989 es la paralización de la tendencia descendente en años anteriores de los gastos de explotación, punto clave de cara a la intensificación de la competencia.

El proceso de cambio y modernización del mercado de valores en España, partiendo de un sistema bursátil y de mediación inspirado en el modelo latino tradicional, que daba prioridad al otorgamiento de fe pública en las operaciones, frente al esquema anglosajón de un mercado libre y desregulado, en el que los principios de eficiencia y seguridad constituyen el punto de referencia de la actividad, tiene ya tras de sí una carga histórica relativamente dilatada. Existe acuerdo general en situar en 1978, como consecuencia del informe elaborado por la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores presidida por el profesor Sardá, el inicio de la actual modernización del mercado, que ha tenido su expresión legislativa, una década después, mediante la Ley 24/1988, de 28 de julio, sobre el Mercado de Valores.

España se incorpora así al proceso universal de ajuste y modernización de los mercados de valores, que en el ámbito comunitario ya había sido abordado en Gran Bretaña (octubre de 1986), Francia (julio de 1987), Bélgica (1987) e Italia (enero de 1988).

Las líneas de esta transformación del mercado de valores responden básicamente a dos criterios.

- 1) Principio de *libertad*, que se manifiesta en varios frentes: en el libre acceso a la función de intermediación, en la libertad para acceder a la condición de miembro de los diferentes mercados organizados, en la posibilidad de los intermediarios para operar por cuenta propia y en la liberalización de precios de la intermediación de valores.
- 2) Principio de *supervisión* y vigilancia del mercado, cuya más clara expresión es el conjunto de tareas encomendadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

El tiempo aún escaso transcurrido desde la efectiva y plena entrada en vigor de la Ley (29 de julio de 1989) no permite trazar un juicio acabado de sus efectos. Sin embargo, sí es evidente que tanto la nueva normativa como los cambios técnicos que se han ido produciendo en la organización y funcionamiento del mercado bursátil han generado transformaciones importantes en el comportamiento de los agentes que intervienen en el mercado, en los precios y en la propia estructura del mercado.

Ese camino de transformación es objeto de análisis en dos excelentes colaboraciones incluidas en este número de PAPELES, con una visión complementaria.

LA TRANSFORMACION DEL MERCADO DE VALORES

El trabajo preparado por **José M. García Hermoso** y **Sebastián Ubiría**, Vicepresidente y Consejero de la CNMV respectivamente, ofrece un amplio repaso de los diferentes aspectos que la reforma en marcha abarca: sujetos operadores, transparencia de las emisiones, organización de los mercados secundarios, interconexión bursátil, y sistema de compensación y liquidación.

Por su parte, **Raimundo Ortega** aplica su bien conocida capacidad analítica al estudio del mercado de valores, centrándose con mayor detalle en los nuevos mediadores del mercado —agencias y sociedades de valores—, destacando los criterios de competencia, especialización, tecnificación y riesgo creciente que van a caracterizar a los mediadores del futuro. En su opinión, esta primera etapa que hoy vive la reforma y modernización de los mercados bursátiles españoles requiere, para completarse, la inclusión de la deuda pública anotada en el sistema bursátil del mercado continuo, facilitando así la conexión entre los mercados mayorista y minorista de títulos públicos, y la necesaria revitalización del mercado de renta fija para conseguir un equilibrio más adecuado en las fuentes de financiación empresarial a través del mercado bursátil.

Ambos artículos concluyen con unas reflexiones sobre las perspectivas futuras del mercado de valores en España, en las que existe una coincidencia básica en predecir un mercado futuro de valores con claras tendencias hacia la globalización y centralización. En ese marco, propiciado en el caso de Europa por la liberalización del movimiento de capitales, la cooperación es un ingrediente necesario para evitar la excesiva fragmentación de los mercados. Las posibilidades futuras de cualquier centro financiero, como las bolsas españolas, dependerán de su capacidad de prestar los servicios relacionados con los mercados de valores de una forma eficiente y a bajo coste.

OTROS TEMAS RELATIVOS AL MERCADO DE CAPITALES

La consideración de los temas relativos al mercado de capitales en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA tiene dos elementos integrantes adicionales:

El primero de ellos contempla un aspecto en el que la innovación ha tenido su más destacada expresión en el sistema financiero español: los mercados de deuda pública. La colaboración de **Ignacio Ezquiaga** se centra en este terreno, destacando un aspecto muy importante de la política de deuda: el sesgo hacia el endeudamiento a corto plazo como fruto tanto de la propia actividad emisora de pasivos financieros del Tesoro, en la que ha habido una primacía del corto plazo, como de la conversión por las entidades financieras, a través de la cesión de activos en plazos muy breves, de los vencimientos de los activos financieros públicos. Ese sesgo al corto plazo ha sido fuente de inestabilidades financieras y de encarecimiento de la deuda pública.

Las nuevas condiciones monetarias y la reducción del coeficiente de caja apuntan hacia una política de emisiones públicas a medio y largo plazo, lo que requiere un esquema distinto de comercialización que trate de colocar deuda en las carteras de los particulares y en sectores no residentes.

Otro ámbito del mercado de capitales con indudable interés es el que afecta al terreno hipotecario, a cuyo análisis se dedica la colaboración de **Julio Rodríguez**, Presidente del Banco Hipotecario de España. La Ley 2/1981, de Regulación del Mercado Hipotecario, pretendió facilitar, a través de los instrumentos financieros que creaba, una refinanciación fluida de los préstamos hipotecarios que permitiese ampliar y abaratar los préstamos destinados a la financiación de la construcción en general, y de la vivienda en particular.

La realidad, sin embargo, no ha discurrido exactamente por el camino que la Ley preveía. Se ha producido, ciertamente, un aumento intenso en el crédito hipotecario, y en él han tenido lugar algunas innovaciones respecto a ampliación de plazos y fijación de tipos de interés variables. Pero el desarrollo de los instrumentos previstos por la legislación —cédulas, bonos y participaciones hipotecarias— ha sido muy escaso. De hecho, sólo las cédulas han tenido una vigencia real, y bastante escasa, ya que a finales de 1989 las cédulas hipotecarias vivas sólo representaban un 7 por 100 del total de créditos hipotecarios.

La consecuencia de este proceso es el desequilibrio en los plazos de financiación y captación de recursos. Los préstamos hipotecarios a largo plazo se están nutriendo, en buena medida, con recursos captados a corto plazo en el mercado.

Julio Rodríguez se pregunta por el futuro de este mercado en un sistema financiero en el que las entidades que tradicionalmente practicaban con más intensidad el crédito hipotecario van desespecializándose, como fruto de la liberalización y diversificación de sus actividades.

Se apunta la conveniencia de transformar la figura de la participación hipotecaria en una cesión de préstamo, y de propiciar en España, como ya es habitual en otros muchos países, la «titulización» directa de los préstamos hipotecarios, como vías de estimular y potenciar este mercado.

Desde 1986, la financiación exterior de la economía española viene experimentando un notable aumento en la tasa de entrada de capitales extranjeros, que, como promedio, se ha situado en el 5,3 por 100 del PIB. Un crecimiento que ha tenido su manifestación tanto en el terreno de la inversión directa como en el de la inversión en cartera.

El artículo de **Eloísa Ortega** estudia detalladamente las razones de esa creciente evolución, y destaca básicamente tres causas:

— El crecimiento de la economía española, con problemas de exceso de demanda que han condicionado la existencia de una política monetaria restrictiva, cuya consecuencia ha sido un diferencial en los tipos de interés de España respecto al resto de Europa (de 5 puntos como promedio) y una tensión permanente a favor de la apreciación de la peseta, lo que, en conjunto, ha generado un marco favorable para la entrada de capitales.

— La adhesión de España a la CEE y la entrada de la peseta en el SME, que ofrece un esquema de garantía atractivo para el inversor extranjero.

LA FINANCIACION EXTERIOR Y LOS MERCADOS INTERNACIONALES

— Ciertas modificaciones institucionales producidas como fruto de la nueva Ley sobre el Mercado de Valores y del nuevo mercado de Anotaciones en Cuenta para la Deuda Pública, que ha brindado oportunidades de inversión interesantes para los no residentes.

Eloísa Ortega llama la atención sobre el punto, suscitado también por otros autores, de que la relativa facilidad de financiación externa de los déficit españoles puede relegar a segundo plano la adopción de medidas estabilizadoras de precios y costes que resuelvan los desequilibrios externos por la vía más ortodoxa de la mejora en la competitividad de los productos españoles.

Por otra parte, el trabajo realizado por **Emilio Ontiveros** y **Francisco Valero** constituye un útil repaso de los mercados internacionales: de cambios, crediticio y de cobertura de riesgo. En sus tendencias recientes, se aprecia un sustancial aumento de la participación española en los mercados de cambios y crediticio, y un incipiente y aún lento progreso en el mercado de cobertura de riesgos a través de la reciente iniciación del desarrollo de operaciones de opciones y futuros en el mercado español de capitales.

Cabe poca duda, al concluir este recuento de los artículos incluidos en este número 44 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, de la veracidad del título con que se encabeza el presente comentario editorial. España viene siendo objeto, en los últimos doce años, de una amplia y profunda *transformación* de su sistema financiero. Algunos efectos ya se han registrado, y otros se harán visibles en un futuro dominado por la libertad y la competencia en el sistema financiero. Posiblemente, como muchos opinan, la transformación real de los aspectos financieros de la economía española no ha hecho más que comenzar.