

### LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA: UNA VISION ACTUAL

**E**ntre los días 8 y 12 de julio de 1991, la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas organizó en La Coruña un curso de verano sobre «Los Mercados Financieros en España», en colaboración con la Fundación de la Caja de Ahorros de Galicia y en el marco académico de la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, al que también aportó su colaboración la propia Universidad de La Coruña. Este modelo, que pone en conexión la prestigiosa proyección pública de la Universidad española, la sensibilidad hacia temas de formación por parte de las cajas de ahorros confederadas, dentro de su tradicional obra social, y la tarea investigadora de la Fundación FIES, ha demostrado, una vez más, en esta ocasión, su productividad académica y su utilidad social.

Este número de PAPELES recoge básicamente, con las inevitables adaptaciones de toda tarea editorial, con el enriquecimiento y actualización que la experiencia del curso y el tiempo transcurrido demandan, las lecciones, ponencias y comunicaciones presentadas en La Coruña. Existe, sobre todo, una valiosa novedad en la presente edición respecto al diseño inicial del curso, consistente en una amplia encuesta entre diecisiete presidentes y altos ejecutivos de un grupo seleccionado de instituciones financieras relevantes que ofrecen con sus respuestas —que PAPELES, consciente de las múltiples ocupaciones que integran su agenda de trabajo, agradece muy sinceramente desde estas páginas— su autorizada opinión sobre una extensa gama de cuestiones que enmarcan en el momento presente los temas más actuales del sistema financiero, y que el lector encontrará en versión íntegra al final de este volumen. Por otra parte, los análisis de los temas relativos a cada mercado que realizan los diferentes artículos y colaboraciones van precedidos de un breve parte numérico comentado que sitúa al lector respecto a sus rasgos cuantitativos más importantes.

Ciertamente, no es nuevo en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA trazar periódicamente una panorámica de los temas actuales del sistema financiero. Este número 49 aborda ese propósito recurrente ofreciendo, dentro del amplio conjunto de temas que cabe contemplar sobre la situación actual

y la previsible trayectoria futura del sistema financiero español, una triple línea de trabajo en los artículos y colaboraciones que lo integran:

1.º) Una consideración de las posibilidades, condicionantes y limitaciones de la política monetaria, en el contexto de la integración de la economía española en la Comunidad Europea.

2.º) Un análisis de la situación actual, desarrollo reciente y previsible evolución de los principales mercados financieros, que incluye, necesariamente, un ingrediente relevante como es el relativo a la fiscalidad y a su influencia en el destino del ahorro y la composición de las carteras de los agentes económicos españoles.

3.º) Un amplio repaso de un conjunto seleccionado de temas, necesariamente heterogéneo, que afectan a las instituciones crediticias y que vienen a completar, desde la perspectiva institucional, la relativa a los mercados, que constituye la base fundamental del presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

#### **AUTONOMIA Y LIMITACIONES DE LA POLITICA MONETARIA**

En un contexto como el actual, de progresiva integración económica y financiera, pierde peso la tesis tradicional acerca de la utilidad de tipos de cambio flexibles para salvaguardar la autonomía de la política monetaria. La experiencia reciente del Sistema Monetario Europeo pone de manifiesto, por el contrario, que la estabilidad del tipo de cambio entre las monedas es un requisito imprescindible para la integración económica, y un poderoso instrumento de disciplina financiera y de credibilidad para la política económica, que implica la contrapartida de limitar la autonomía de ésta.

#### **Política monetaria española**

Como afirma **José Luis Malo de Molina** en su excelente colaboración, con la que se inicia este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, en el caso español, las mayores restricciones derivadas del ingreso en la Comunidad Europea, en 1986, y de la inclusión de la peseta en el Sistema Monetario Europeo (SME), en junio de 1989, no han hecho sino formalizar las limitaciones que ya existían *de facto* para la fluctuación del tipo de cambio, y que se derivaban de su incidencia negativa sobre el desenvolvimiento del sistema real, sobre la formación de expectativas por los agentes económicos a medio y largo plazo, y sobre los flujos de comercio y la especialización de la estructura productiva. El problema que subsiste, sin embargo, es el de la convergencia de la política económica española con la de los países centrales de la Comunidad Europea, desde tasas de inflación más altas, con una elevada integración económica y financiera y con tipos de cambio semi-fijos.

La política monetaria española ha debido, así, encontrar, desde comienzos de 1991, el tono restrictivo adecuado atemperando las condiciones de dureza excepcional de los períodos precedentes, caracterizados por limitaciones crediticias directas, altos tipos de interés y fortaleza del tipo de cambio, al tiempo de respetar los compromisos derivados de la integración europea y ajustarse a la evolución cíclica de la economía mundial. Fruto

de ello, y sobre la base de los datos disponibles, ha sido el ajuste a la baja de los tipos de interés, con la subsiguiente reducción de las entradas de capital atraídas por las anteriores expectativas de ganancia, la quiebra de la tendencia a la apreciación de la peseta, la finalización de las tensiones cambiarias y la recuperación de un mayor margen para la utilización de los instrumentos tradicionales de la política monetaria respetuosos con el libre funcionamiento de los mercados.

Todo el proceso de ajuste ha servido, además, para contrastar la ambivalencia de la restricción impuesta por la integración económica y financiera, que, si bien acota la autonomía de la política económica, introduce un estímulo de disciplina y credibilidad de las medidas implantadas.

**Malo de Molina** concluye su artículo con dos llamadas de atención sobre la política monetaria del futuro:

1.<sup>a</sup>) La necesidad de una mayor coordinación en las decisiones monetarias, que aporte una mayor simetría en el comportamiento del SME, tomando en consideración las condiciones monetarias del área en su conjunto.

El funcionamiento tradicional del Sistema ha venido implicando la fijación de las condiciones monetarias por parte de Alemania, como país ancla, y unas políticas nacionales de ajuste monetario para asegurar la estabilidad de los tipos de cambio dentro de la banda de fluctuación autorizada.

Naturalmente, el diferente grado de convergencia de los países miembros del Sistema, en lo que a tasas de inflación de refiere, puede generar tensiones cambiarias que requieren intervenciones de las autoridades nacionales para su corrección. En los países con mayores dificultades de convergencia en las tasas de inflación, la política monetaria contractiva interna origina elevaciones en los tipos de interés que inducen una apreciación de su moneda. Por el contrario, en los países más estables en sus tasas de inflación, se produce una tendencia hacia la depreciación de su divisa. Una situación que obliga a unas políticas nacionales que impiden reducir los tipos de interés en los países con más elevada inflación y obligan a elevar los tipos de interés en los países más estables, en contra de sus intereses nacionales, que aconsejarían mantener los tipos de interés bajos para estimular la actividad económica cuando ésta se encuentra atravesando una situación recesiva.

Esta situación paradójica, que induce una apreciación de la moneda en los países con mayor nivel relativo de inflación y una tendencia a la depreciación en los que siguen un mejor comportamiento de estabilidad, implica, dentro de las reglas del SME, aceptar la pérdida en términos de crecimiento de los países más estables, en situación recesiva, en beneficio de la estabilidad económica del área integrada, de forma tal que los países con mayores dificultades para dominar la inflación puedan encontrar un cauce de convergencia.

El problema surge —así se planteó entre la peseta y el franco en el primer semestre de 1991— cuando ese sacrificio en términos de crecimiento de un país no se percibe como inevitable, en el sentido de que la apreciación de la moneda del país más inflacionista, fruto de unos excesivos niveles de

tipos de interés, se considere que es fruto de una política de estabilización basada exclusivamente en la política monetaria, sin la colaboración indispensable de una política presupuestaria contractiva y de una política de moderación salarial, que podrían propiciar una mayor estabilidad interna sin que su acción se traduzca en una elevación de tipos de interés y, por tanto, en una tensión hacia la apreciación de la moneda.

2.<sup>3</sup>) La elección adecuada de la combinación de la política económica (*policy-mix*); es decir, la necesidad de no descansar todo el peso del ajuste antiinflacionista sobre la política monetaria, sino buscar un reparto de papeles entre la política monetaria, la política presupuestaria más restrictiva y la política de rentas que podere el crecimiento de los salarios y de otras rentas no salariales, de forma tal que la política antiinflacionista no conduzca necesariamente, ante la tradicional soledad de actuación de la política monetaria, a elevaciones inconvenientes de los tipos de interés. Una línea de *policy-mix* que —dicho sea de pasada— no está en las coordenadas de la política económica prevista en España para 1992, tal como se deduce de las variables presupuestarias y ante el fracaso de la política de concertación salarial que ha sido reiteradamente intentada por parte del gobierno.

#### Las obligaciones derivadas de la pertenencia al SME

Es, por tanto, claro que la pertenencia de la peseta al SME impone obligaciones sobre la política monetaria. Ahondar en este campo es el objeto del riguroso estudio de **Juan Pérez-Campanero**. Tras recordar los aspectos operativos de la pertenencia de la peseta al SME, y realizar una útil revisión crítica de las ventajas generalmente admitidas en dicha vinculación (creación de una zona de estabilidad monetaria en Europa, reducción de la inflación o incremento en el proceso de desinflación y acuerdo para fomentar la credibilidad de la política antiinflacionista a cambio de la subordinación a la política monetaria del Bundesbank), se detiene en los problemas derivados de la integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo.

Cuatro interesantes conclusiones se derivan de su análisis:

1.<sup>3</sup>) La entrada de la peseta en el SME fue un paso natural de la política de tipo de cambio que se seguía en España desde 1986, fecha desde la cual se venía practicando una política de objetivo de tipo de cambio nominal frente al marco como moneda ancla del Sistema Monetario Europeo.

2.<sup>3</sup>) A partir de 1986, la entrada espectacular de inversión extranjera en España genera unas nuevas coordenadas en la situación. Una entrada de inversión extranjera que tuvo como causas fundamentales: la liberalización de los movimientos de capitales que instaura la Ley de Inversión Extranjera de 1986; el desarrollo de los mercados financieros internos, que abrieron posibilidades al capital exterior, y las oportunidades abiertas para la inversión extranjera por la entrada de España en la Comunidad Europea y las diferencias de productividad entre España y los países más avanzados de Europa, así como por el diferencial de tipos de interés entre España y el resto de los países europeos, reflejo de la mayor inflación existente en nuestro país.

3.º) En consecuencia, a partir del segundo trimestre de 1987, la peseta empieza a registrar tensiones, en el sentido de su apreciación, que la han mantenido en el límite máximo de la banda desde la fecha de su entrada en el SME. Una situación que es, en buena medida, reflejo de la pérdida de competitividad de la economía española como consecuencia de la evolución de sus precios y costes, y que ha generado episodios paradójicos que se derivan de la persecución de objetivos incompatibles de tipo de cambio y tipo de interés, lo cual renueva la exigencia, anteriormente comentada, de una política económica más equilibrada entre sus diferentes componentes monetario, presupuestario y de rentas.

4.º) Globalmente, el resultado de la incorporación de la peseta al SME ha sido positivo, y cabe poca duda de que ha favorecido la penetración de la inversión extranjera en España, lo que ha permitido, en buena medida, el reequipamiento de la industria española. Sin embargo, **Pérez-Campanero** advierte de la existencia de factores de riesgo de cara al futuro, que se concretan en el mayor protagonismo de la demanda de consumo que de inversión en las importaciones, en la posible saturación de los activos denominados «en pesetas», en la atracción de otros países (como Portugal y los países del Este de Europa) para la inversión extranjera, en el menor crecimiento de la productividad española respecto a los niveles que cabía esperar y en el carácter periférico de España respecto a la Comunidad Europea que, naturalmente, genera costes adicionales de transporte.

Con la firma del Acta Unica Europea en 1986, los países comunitarios —y entre ellos España— asumieron un compromiso serio de construcción de un espacio financiero integrado en 1992. Como destaca **Alfred Steinherr** en la excelente revisión de este proceso que aborda en su artículo, el sector financiero de las diferentes economías nacionales de la Europa comunitaria ha tenido varios años para prepararse de cara al mercado único, redefiniendo sus productos y cobertura geográfica. Los avances en el período transcurrido deberían valorarse en torno a cuatro puntos claves:

- a) ¿Son las instituciones financieras comunitarias más internacionales?
- b) ¿Se ha producido un proceso de concentración entre instituciones financieras para alcanzar una mayor dimensión?
- c) ¿Son las instituciones más universales en los productos y servicios que prestan?
- d) ¿Ha permitido la liberalización eliminar las ineficiencias del comportamiento financiero tradicional, sus costes excesivos o innecesarios?

Cabe poca duda de los avances registrados en muchos de estos aspectos. La creciente liberalización y desregulación de los mercados, la mayor internacionalización de la actividad financiera y el auge de la innovación financiera son elementos clave en el proceso de transformación intensa de los sistemas financieros posibilitado por unos avances sin precedentes en el nivel y abaratamiento de los cambios tecnológicos aplicables a esta parcela de la actividad económica.

La evidencia empírica utilizada por **Steinherr** no muestra aún, sin embargo, conclusiones claras acerca de la generación de una mayor competencia y

concentración a escala comunitaria. Seguramente porque el cambio de posición de las entidades es muy costoso, y sus efectos sólo se dejarán sentir a largo plazo.

**LOS MERCADOS  
FINANCIEROS EN  
ESPAÑA:  
LECCIONES DE LA  
EXPERIENCIA  
RECIENTE**

Como ya se ha indicado, la parte central de este número está dedicada al análisis de los principales mercados financieros en España. Doce colaboraciones nutren este propósito, repasando sistemáticamente los cuatro núcleos fundamentales que componen su contenido: mercado monetario, mercado de deuda pública, mercado de capitales y comportamiento de las instituciones de inversión colectiva.

¿Cuáles son las principales enseñanzas que cabe obtener de este repaso? Podrían sistematizarse en las siguientes.

**Los mercados  
monetarios**

La evolución de los *mercados monetarios* en los que se negocian activos financieros a corto plazo, con elevada liquidez y bajo riesgo, está fuertemente influenciada por la instrumentación de la política monetaria.

El mercado *interbancario de depósitos* es el mecanismo típico que permite a las entidades financieras su cobertura frente a la evolución esperada de los tipos de interés, lo que origina diferentes estrategias respecto a las posiciones que cada institución adopta en el mercado. Destaca su importancia cuantitativa, con una media diaria de más de un billón de pesetas, y el elevado número de entidades participantes. La interconexión creciente entre los mercados financieros hace que el interés de los depósitos interbancarios se constituya en la referencia básica para el resto del sistema monetario y financiero. En este sentido, la colaboración de **Pilar Rodríguez** y **Carlos Cuervo-Arango** destaca la conveniencia de crear la figura de los DIT (depósitos interbancarios transferibles), lo que dotaría a este mercado de una mayor agilidad y operatividad, y permitiría resolver, al menos, algunos de sus problemas actuales, que se cifran básicamente en cuatro: la elevada concentración en las operaciones «a un día»; la imposibilidad de hacer el neto de las operaciones, que repercute en el consumo de recursos propios de las entidades crediticias; la dificultad para ampliar las líneas de riesgo interbancario, y el elevado volumen de riesgo acumulado.

El *pagaré de empresa* se caracteriza como un activo financiero a corto plazo emitido al descuento, y encuentra sus factores de desarrollo en el creciente proceso de desintermediación financiera y en la calificación de la solvencia de empresas emisoras de dichos activos, y de sus emisiones, que realizan sociedades independientes de *rating*.

El antecedente inmediato de los pagarés de empresa en España data de 1982, con la creación del correspondiente mercado bursátil, y su evolución se ha producido al socaire de los cambios normativos, fiscales e institucionales, entre los que es preciso destacar, como elemento clave de su reciente expansión, las limitaciones del crédito bancario en los años 1989 y 1990. En la actualidad, va surgiendo una política activa de muchas grandes empresas que emiten y colocan pagarés por una diversidad de canales directos o

intermediados a través de agentes no bancarios. Cabe destacar en este mercado, como señala en su artículo **Francisco Mochón**, la diferencia entre los emisores habituales que realizan emisiones *en serie*, de acuerdo con programas previamente diseñados, y que se colocan por medio de subastas, y las emisiones *a la medida*, nacidas por la aparición de nuevos emisores ante las dificultades surgidas por el racionamiento del crédito bancario.

La negociación de los pagarés de empresa se realiza en el marco más amplio de los mercados organizados de renta fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (desde su reconocimiento por Orden Ministerial de 1 de agosto de 1991) y del mercado bursátil de renta fija creado por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid (desde octubre de 1991). Sus tipos de interés suelen oscilar entre los del mercado interbancario de depósitos y los de las letras del Tesoro. En cuanto a mecanismos de compensación y liquidación que faciliten la negociación de los pagarés ya emitidos, no existe en la actualidad un sistema que abarque todo el mercado, si bien, algunas empresas emisoras (RENFE) disponen de un sistema propio de anotaciones en cuenta, y existen sistemas privados (Espaclear) que evitan el desplazamiento físico de los títulos, y garantizan la entrega y el pago en la correspondiente transacción.

De cara al futuro, destaca **Francisco Mochón** la conveniencia de proceder a una mejor organización del mercado, la tendencia general a la utilización de sistemas de anotaciones en cuenta y la consolidación de empresas de calificación, o *rating*, que clasifiquen a los diferentes emisores sobre la base de la información existente respecto a las empresas y del propio comportamiento de éstas en cuanto a su actividad emisora, como elementos centrales para el desarrollo de este mercado, que en España, pese a los avances experimentados en los últimos años, aún tiene una dimensión distante de la que tiene en los restantes países de nuestro entorno económico.

El cambio estructural del *mercado de la deuda pública*, del que el crecimiento de los volúmenes negociados en los últimos tiempos es sólo el aspecto más visible, constituye la conclusión fundamental del análisis exhaustivo realizado en su colaboración por **Ignacio Ezquiaga**. Ese cambio del marco estructural del mercado de deuda se vincula con una tendencia a la ortodoxia en la política de deuda pública (mayor disciplina en el recurso del Tesoro al Banco de España y mejor diseño de las emisiones y de los canales de comercialización, que redundan en una mayor transparencia del mercado); con el alto nivel de la organización del mercado, cuyo sistema de liquidación, compensación y comunicación resiste con ventaja su comparación con los sistemas de otros países financieramente más desarrollados; con el reciente impacto de las inversiones de los no residentes, que ha motivado una reducción del diferencial de rentabilidad frente al mercado europeo, y con una estructura de tipos de rendimientos que choca con las expectativas internas de inflación.

**Mercado de deuda pública: cambio estructural y organización ejemplar**

El desarrollo del mercado de deuda pública, motivado por la necesidad de financiar el déficit público, ha influido sobre su régimen fiscal. Frente a la alternativa de favorecer de manera expresa los rendimientos de la deuda, se ha optado por fomentar indirectamente su colocación mediante dos tipos de actuaciones: mejora de la política de emisiones (diversificación de plazos, tipos de interés y formas de retribución) y aprovechamiento al máximo de las posibilidades del sistema fiscal para reducir la carga tributaria de los inversores, sobre todo en el apartado de los no residentes. Aspecto éste, *el fiscal*, sobre el que discurre la nota de **José Antonio Antón**.

El desarrollo del mercado de deuda pública ha ido poniendo de manifiesto sus propias limitaciones, lo que ha originado actuaciones del Tesoro y del Banco de España para subsanarlas, limitaciones que repasa con detalle el recuadro preparado por **Ignacio Garrido**, y que se sintetizan en la necesidad de dotar de mayor transparencia al mercado minorista, la debilidad de los mercados de deuda a largo plazo y la correlativa hegemonía de las operaciones a corto plazo y su proceso de comercialización, con fuerte peso del sistema bancario. Es de destacar que las entidades bancarias, a través de la cesión temporal con pacto de recompra, han transformado prácticamente la deuda pública en un pasivo propio. Esa debilidad de los mercados de deuda a largo plazo deriva básicamente de tres hechos: la limitada demanda institucional, la desconfianza acerca de su liquidez y el mayor nivel de los tipos de interés a corto que a largo plazo característico de España. Entre las diversas actuaciones correctoras, que se diferencian según su incidencia sobre el mercado mayorista o minorista, destacan: la agregación de ofertas y la precisión del marco estructural de agentes y operadores, en cuanto al mercado mayorista, y la promoción de los Fondtesoro y el apoyo a la creación de un mercado bursátil de deuda en anotaciones en cuenta, en lo relativo a la promoción de la inversión y a la garantía de transparencia en el mercado minorista.

### **Mercado de capitales: completar su nuevo diseño**

La caracterización del mercado bursátil español de *renta variable* en términos cuantitativos permite destacar varios hechos significativos: su modesta posición en el ámbito internacional (si bien, en términos relativos, de capitalización bursátil respecto al PIB, es comparable con los de otros países desarrollados), el reducido número de empresas cotizadas, la ausencia de una participación activa de los grandes inversores institucionales y una distribución de la propiedad de las acciones poco favorable para garantizar la liquidez, excepto en el caso de la inversión extranjera, que ha sido durante los últimos años el principal motor de los mercados bursátiles españoles.

El cuerpo principal del trabajo de **Raimundo Ortega** se dedica precisamente al estudio de la estructura del mercado bursátil, con atención expresa a los mercados, los sistemas de contratación, compensación y liquidación, la difusión de las informaciones y los intermediarios operantes.

El mercado pasa ahora por un proceso de reforma impulsado tanto por los poderes públicos como por sus propios protagonistas, a partir de la Ley del Mercado de Valores publicada en el mes de julio de 1988. Desde

entonces, se han venido modificando y adaptando las múltiples piezas que componen un mercado bursátil eficiente. La Bolsa cuenta con un sistema de contratación asistida por ordenador que ha permitido la constitución de un mercado único razonablemente eficaz. Sus problemas derivan de una cierta vetustez en el diseño y de falta de capacidad para atender volúmenes de contratación que superen ciertos niveles. Los problemas son conocidos, y pueden solventarse con la colaboración de todas las partes implicadas y sin un coste excesivo. La puesta en marcha de un sistema de compensación y liquidación de valores es una pieza clave de la reforma del mercado. En ella se viene trabajando desde comienzos de 1989, y se está en los umbrales de su fase definitiva, de forma que, en el segundo semestre de 1992 —o a principios de 1993, como muy tarde— se podrá contar con mecanismos de compensación y liquidación comparables a los de los otros grandes mercados europeos; de forma tal que se pueda competir con ellos en este aspecto del funcionamiento de lo que, dentro de pocos años, será un mercado integrado.

El último componente de este nuevo diseño de mercado bursátil lo constituyen los mecanismos de información; en poco tiempo, se ha pasado de no disponer prácticamente de un sistema de información pública digno de ese nombre a lo que es un exceso de ofertas alternativas. Cabe pensar, por tanto, que en un corto espacio de tiempo la competencia habrá reducido tal abundancia y dejado sólo a los más eficaces y baratos.

Resulta deseable, e incluso imprescindible, completar cuanto antes la reforma bursátil, y ello significa establecer normas sobre cuestiones tan capitales como los nuevos mercados de productos derivados, la información privilegiada y las ofertas públicas de adquisición, entre otras, para poder estar en 1993, año ya muy cercano, en la línea de salida con unas mínimas garantías de éxito.

Se observa, sin embargo, un resurgimiento del mercado de *renta fija* en España. Entre las causas que explican la languidez tradicional de este mercado, frente al de renta variable, hasta fechas relativamente recientes, merecen citarse, siguiendo la colaboración de **Pedro Guerrero**, la estrechez del mercado, auspiciada por la reticencia de los inversores a invertir en estos títulos ante elevadas tasas de inflación esperadas y por la preponderancia del crédito bancario entre las fuentes de financiación de las empresas españolas, y la limitada presencia de instituciones que canalizasen de forma colectiva las inversiones de los particulares.

Desde la perspectiva actual, sin embargo, se perciben razones para el resurgimiento y desarrollo del mercado basadas en la creciente aceptación de los instrumentos públicos de renta fija, en las expectativas de reducción en la tasa de inflación por la disciplina impuesta desde el SME, en los desarrollos institucionales de las modalidades de inversión colectiva, a la que luego se hará referencia, y en la puesta en marcha de sistemas de contratación para la renta fija, como el adoptado en la Bolsa de Madrid, que se complementa, como destaca la nota elaborada por **Miguel Córdoba**, con el sistema promovido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, cada uno de los cuales opera en segmentos distintos del mercado, aunque ambos redundarán en una mayor transparencia de éste y

en una reducción de los costes de gestión y operación que se trasladan hasta los usuarios finales del mercado.

En ese ámbito de posibles actuaciones de mejora del mercado de capitales de cara al futuro, es importante constatar el crecimiento experimentado en nuestro país por los productos financieros de cobertura de riesgos —*futuros y opciones*—, que constituyen activos financieros de alta potencia, extraordinariamente adecuados tanto para la especulación como para la propia cobertura de riesgo. Desde su instauración en España —en el caso de la deuda pública, los futuros y opciones tienen ya más de un año de vida—, el importante volumen de operaciones negociadas permite establecer una primera conclusión: pese a lo reciente de su nacimiento en nuestro país, los futuros y opciones están ya plenamente consolidados, y puede hablarse de un éxito global de la introducción de estos nuevos productos financieros. **José Massa** ofrece en su colaboración una aproximación divulgadora a los conceptos de futuros y opciones que permitirá al lector de este número familiarizarse con esos productos y con su utilización en el sistema financiero español, y destaca la importancia que están adquiriendo estas operaciones, sobre todo en el terreno de la deuda pública. Una vez consolidadas las operaciones de futuros y opciones sobre deuda pública, el siguiente paso será el lanzamiento de opciones y futuros sobre el índice bursátil, sobre el que ya existe en España alguna experiencia pionera (las relacionadas con el índice FIEEX-35).

### **El auge de la inversión colectiva**

Tal vez el hecho más significativo del comportamiento de las instituciones de inversión colectiva en España, en el último año, haya sido su enorme crecimiento. Se calcula que, al final de 1991, los fondos de inversión mobiliaria en España habrán alcanzado, previsiblemente, 3,5 billones de pesetas en el valor de los activos que administran, cuando hace apenas 12 meses eran sólo 1,2 billones. Ese crecimiento tiene, fundamentalmente, dos raíces: por una parte, la entrada en este tipo de actividad financiera del Tesoro, a través de la creación de los Fondtesoro, y por otra, la penetración, dentro de estas actividades de inversión colectiva, de las instituciones bancarias, que han puesto, por razones de competitividad, su red de distribución al servicio de los fondos de inversión mobiliaria, rompiendo así con la tradicional reticencia que las entidades bancarias siempre han tenido hacia la expansión de las participaciones en fondos de inversión mobiliaria, que constituían un elemento competitivo con sus pasivos propios, y también rompiendo con la mala experiencia del pasado respecto a los resultados de este tipo de inversión.

Hay varias razones fundamentales que justifican lo que ha dado en denominarse el *boom* de los fondos de inversión, tanto en los fondos de inversión mobiliaria en sentido estricto (FIM) como en los fondos de inversión en activos monetarios (FIAMM): el excelente tratamiento fiscal que las nuevas disposiciones legales han otorgado a este tipo de inversión, que supone tributar al 1 por 100 dentro del impuesto de sociedades; el tratamiento más ventajoso para la ganancia de capital que la nueva legis-

lación otorga; el crecimiento en el valor de las participaciones que ha ido asociado a la caída en los tipos de interés en España en el último año; finalmente, debe también señalarse la campaña de difusión de los Fondos de Inversión realizados por el propio Tesoro Público, que ha contribuido, en no escasa medida, a mejorar la distribución y la expansión de este tipo de activos.

La nueva normativa que afecta a los fondos de inversión mobiliaria, que deriva de la Ley de Reforma del Mercado de Valores, genera además una serie de disposiciones de protección del ahorrador que canaliza sus ahorros hacia este tipo de inversión, las cuales suponen claramente un conjunto de medidas precautorias que evita, de alguna manera, el riesgo excesivo para el pequeño inversor en este tipo de adquisición de activos financieros. Pero, sin duda, en este variado conjunto de causas que pueden explicar el crecimiento espectacular de los fondos de inversión en España en los últimos años, alineándose así su comportamiento con el de otros países cercanos en el mundo comunitario y extracomunitario, el aspecto más destacable es el relativo al tratamiento fiscal de los fondos de inversión y, en general, de las instituciones de inversión colectiva; un punto que surge con toda claridad al analizar las variedades de tratamiento fiscal otorgado a las opciones financieras diferentes que se presentan al ahorrador español, tal como lo hace **José Ramón Domínguez Rodicio** en la nota que aporta a este número de PAPELES. Es claro que, tras repasar el régimen de las distintas posibilidades de ahorro, aquellas actividades financieras que afectan a los fondos de inversión resultan, sin duda, mejor tratadas que otras inversiones. No es, sin embargo, éste el caso de los fondos de pensiones, cuyo tratamiento fiscal, aunque no puede ser calificado precisamente de negativo, se ve en la normativa reciente particularmente homologado con otras fórmulas de inversión, perdiendo la ventaja relativa que en las disposiciones anteriores sobre fiscalidad pudiera tener en relación con fórmulas alternativas, sobre todo de inversión colectiva.

**Francisco Javier Zoido Martínez y Manuel Angel Alvarez Rodríguez** estudian detenidamente en su artículo las diferentes características y problemas de los *fondos de pensiones* en España, y tratan de ofrecer una panorámica sobre las posibilidades futuras de desarrollo de éstos en una línea parecida a la de otros países, tal como la mítica evolución de estas instituciones en Estados Unidos y en otros estados de Europa. Hay varios elementos que implican limitación respecto a sus posibilidades de desarrollo futuro: en primer lugar, los hábitos de ahorro de los españoles son, en cierto modo, adversos a la inversión a largo plazo y, por tanto, la demanda para este tipo de fondos de pensiones es inicialmente reducida a causa de esta forma peculiar de entender el inversor español la manera concreta de materializar sus ahorros; pero además, en segundo lugar, desde el punto de vista de la oferta, hay algunos impedimentos legales que dificultan la aproximación a productos que puedan acercarse a las preferencias de los partícipes; así, los planes de empleo, por ejemplo, sólo pueden instrumentar sus inversiones en un fondo con una única política de inversión, lo cual los coloca en desventaja con respecto, incluso, a los planes individuales, en los que un mismo partícipe puede constituir varios planes de pensiones

en fondos de distinto perfil de gestión, logrando una mayor dispersión del riesgo y posibilitando una elección óptima de rentabilidad-riesgo a escala individual. Existen también otros aspectos relativos a la rentabilidad, la estructura entre activo y pasivo del plan, o planes, del fondo que pueden constituir limitaciones futuras hacia su expansión, tal como los citados autores estudian con todo detalle en su colaboración.

**LOS PROBLEMAS  
ACTUALES DEL  
SISTEMA  
CREDITICIO:  
ALGUNAS  
REFLEXIONES  
ADICIONALES**

Las colaboraciones que integran la última parte del sumario de este número 49 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA aportan algunas reflexiones útiles sobre los temas de mayor actualidad que afectan al sistema crediticio. Cuatro aspectos clave han sido seleccionados: las enseñanzas que cabe extraer de la denominada «guerra del pasivo», la caracterización actual de los riesgos inherentes a la actividad crediticia, el debate sobre la estructura organizativa adecuada del negocio bancario y el de la relación conveniente entre la banca y la industria.

Este repaso de cuestiones actuales se inicia con el documentado trabajo de **Juan Bengoechea** y **Jesús Pizarro**. En él se apunta la hipótesis básica de que el proceso de transformación experimentado por el sistema crediticio es sólo el inicio de una etapa que se prolongará aún varios años. El éxito de las instituciones financieras estriba en cómo sean capaces de gestionar esa transición sin hipotecar su futuro. Los autores apuestan por la necesidad de avanzar en los sistemas de información de gestión y en la organización singularizada de las distintas ramas de actividad, sin perder el sentido de unidad de decisión estratégica de la entidad. Desde una perspectiva global, el trabajo señala la conveniencia del establecimiento de unas «reglas de juego» mínimas para la actividad financiera internacional, aunque son conscientes de las dificultades de su establecimiento y homogeneidad de interpretación por las autoridades nacionales.

Plantean los autores, con preocupación, la fragilidad de que parecen dar muestras los sistemas bancarios en algunos países ante la pérdida de dinamismo de la actividad económica, sin que hayan debido afrontar aún una crisis económica de gran dimensión, y se preguntan concretamente por el equilibrio —dada la importancia de la función realizada por el sistema bancario— entre eficiencia y seguridad.

Precisamente, el tema de la fragilidad financiera, referido al caso de Estados Unidos, es objeto de minucioso análisis en la colaboración especialmente realizada para este número de PAPELES por **Carmen Melcón**, en la que se contemplan tanto los aspectos relativos a las tensiones y perturbaciones externas que han afectado al sistema financiero norteamericano como los elementos estructurales derivados del retraso en el ajuste del marco regulador a las nuevas coordenadas del mundo financiero.

**La «guerra del  
pasivo»**

El artículo de **Ignacio Fuentes** y los comentarios de **A. Serra** y **L. A. Lerena** se plantean como problema la intensidad, sin precedente, de la competencia por la captación de recursos en bancos y cajas de ahorros en los dos últimos años, la denominada «guerra del pasivo».

¿Qué enseñanzas se han obtenido de este proceso?

Son fundamentalmente cinco:

- 1) La denominada «guerra del pasivo» ha sido un ejercicio táctico que ha permitido comprobar la respuesta del ahorrador español al estímulo del precio-interés en la localización de su ahorro.
- 2) La lucha por la captación de pasivo entre las instituciones financieras responde a la búsqueda de una posición estratégica, por parte de las entidades financieras, de cara al espacio financiero europeo, y refleja una recomposición del papel minorista de los bancos y cajas de ahorros ante la mayor competencia que cabe esperar en el segmento mayorista.
- 3) El proceso no ha estimulado significativamente la generación de ahorro; ha cambiado su asignación institucional, en un juego de suma nula en el que han salido mejor paradas las instituciones con más bajos costes de transformación —normalmente asociados a una mayor dimensión— y las que han tenido un comportamiento más anticipativo. De todas maneras, la repercusión inmediata de la «guerra del pasivo» ha sido un encarecimiento de las cuentas corrientes que ha estrechado el margen de intermediación de bancos y cajas de ahorros.
- 4) El equilibrio en la estructura institucional de los pasivos antes de este proceso era inestable, dadas las acusadas diferencias de retribución entre entidades, lo que constituía un factor propiciador de la intensificación competitiva.
- 5) Parece difícil que vaya a producirse un proceso competitivo tan intenso en las operaciones activas. El incremento de la morosidad, el deterioro de la cuenta de resultados, los cambios en las expectativas de los tipos de interés y la desaceleración de la actividad económica actúan como elementos disuasores de esa posible confrontación del lado de las operaciones activas, que tiene, sin embargo, un carácter latente que podría convertirse en efectivo al cambiar las circunstancias referidas.

El importante tema de los *riesgos* —viejos y nuevos— en la actividad financiera es también objeto de consideración a través del artículo de **Joaquín Gutiérrez** y de los comentarios contenidos en el recuadro preparado por **Amado Franco**.

**Los riesgos de las entidades crediticias**

La mayor libertad operativa de las instituciones financieras ha aportado nuevos riesgos que, en muchos casos, son una intensificación y combinación de los riesgos tradicionales de las entidades crediticias. Existen, sin embargo, algunos riesgos singulares, como el relativo a la pérdida de comunicación interna que los procesos de fusión pueden comportar, y, en el caso de las cajas de ahorros, **A. Franco** destaca el riesgo de pérdida de identidad que podría derivarse de la conformación de sus órganos de gobierno.

Se destaca también la creciente importancia del riesgo tecnológico en la actividad de las instituciones financieras.

**La estructura organizativa de las entidades financieras**

Un aspecto de gran interés y actualidad, en el entorno de los temas que integran el debate presente sobre el sistema bancario, es el relativo a su *organización* interna. El punto central surge como consecuencia del comportamiento ventajoso de los *especialistas* frente a las instituciones *universales* en el sistema financiero.

Como señalan en su colaboración **Joan-David Grimà** y **Eberhard von Löhneysen**, los bancos y cajas de ahorros universales tienen una posición muy fuerte en el mercado, y no parece que, a corto plazo, los especialistas constituyan una amenaza para ellos desde el punto de vista de la actividad de banca comercial. Sin embargo, el éxito relativo de las instituciones especializadas debería hacer reflexionar a bancos y cajas universales sobre la conveniencia y posibilidad de desarrollar estrategias similares.

La intensificación de la competencia y la aparición de especialistas en determinados productos y servicios financieros, con costes operativos relativamente bajos, suscita el tema de que el diseño organizativo de las entidades bancarias podría incorporar las ventajas competitivas de los «especialistas» a través del modelo de *banca federada*, sugerido por la consultora Mc. Kinsey, que supone, en definitiva, dotar de gran autonomía a cada rama o división de la actividad bancaria, manteniendo una unidad central —que actuaría como *holding*— para centralizar la información de los clientes, la gestión integrada de activos y pasivos, y la estrategia del grupo. Un camino posible, pero con dificultades de realización práctica, entre las que un factor no desdeñable es el relativo a la movilidad y régimen retributivo del personal.

**Grimà** y **von Löhneysen** sugieren en su artículo un posible camino de instauración práctica de este modelo organizativo, que atravesaría por las siguientes etapas sucesivas, partiendo de la previa existencia de un sistema que permita identificar los resultados por unidad de negocio:

- 1.º) Creación de unidades separadas dentro del banco comercial o caja de ahorros.
- 2.º) Transformación de esas unidades en empresas especializadas independientes.
- 3.º) Decisión sobre la estructura óptima del grupo y sobre las áreas que proporcionan ventajas competitivas, que son las que deben mantenerse.

**La relación banca-industria: los grupos industriales**

El último de los aspectos financieros actuales abordados en este número de PAPELES es el relativo a la *relación banca-industria*, que constituye el objeto del análisis contenido en el trabajo de **Alvaro Cuervo**.

Es cierto que las entidades bancarias, con su poder disciplinador y su capacidad de acceso a la información, pueden realizar un papel de accionista activo en las empresas industriales que, junto a los rendimientos derivados de la generación de un mercado «cautivo» en las empresas participadas, presenta ciertas ventajas comparativas. Sin embargo, desde el punto de vista de la racionalidad económica, parece claro que la relación

banca-industria debe cimentarse en una actitud de claridad basada en el mercado. La existencia de grupos industriales, sobre todo en un momento en que las entidades crediticias tienen una fuerte presión para rentabilizar sus inversiones, sólo tiene sentido si existen tras de ella razones económicas reales que permitan aprovechar ventajas competitivas.

Los estudios disponibles —señala el profesor **Cuervo**— no aportan evidencia empírica respecto a que la rentabilidad de las empresas industriales en que participa directamente la banca —o integran sus grupos industriales— sea sistemáticamente mayor que la de aquéllas en las que no participa.

Como ya se indicó al comienzo de este comentario editorial, diecisiete destacadas personalidades, responsables al más alto nivel de bancos y cajas de ahorros, han tenido la gentileza de responder a un extenso cuestionario —compuesto de 16 preguntas— que les fue sometido por PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. Las entrevistas han sido realizadas por los periodistas **Mariano Guindal** y **Mar Díaz-Varela**, quienes han compuesto, a partir de las respuestas formuladas, el comentario de síntesis que les precede al final de este número de la Revista.

#### EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL VISTO POR SUS INTERPRETES

El contacto directo con los intérpretes responsables de las instituciones financieras constituye un elemento informativo clave, ya que sus opiniones no sólo ofrecen una posición autorizada y genuina sobre las cuestiones actuales del sistema financiero, sino que además trazan un mapa personal significativo del relieve y de la importancia del campo problemático en que las instituciones operan y se desarrollan.

Diez conclusiones básicas permite extraer un repaso detenido de los principales puntos de acuerdo entre las opiniones de las personalidades encuestadas. Son las siguientes:

1.<sup>a</sup>) De cara a la competencia actual y a su futuro recrudecimiento, el sistema de bancos y cajas de ahorros español presenta una buena situación de conjunto. Es cierto que la competencia ha ido estrechando los márgenes de rendimiento, pero hay aún posibilidades de economizar costes para afrontar la competencia del futuro.

Con todo, la llegada de nuevas instituciones al mercado ha aportado históricamente la enseñanza de que su factor competitivo más importante estriba más bien en la diferenciación y calidad de los productos que en un aspecto estricto de costes.

2.<sup>a</sup>) La solvencia del sistema crediticio y de sus instituciones es un elemento básico de cara al futuro, como el único medio de afrontar las tensiones competitivas y proceder a la necesaria capitalización de las instituciones ante las incertidumbres que rodean su actividad.

3.<sup>a</sup>) Las ventajas que se pueden extraer de los procesos de fusión dependen de la capacidad de gestión de las entidades. Las fusiones permiten reforzar la solvencia, reduciendo costes, y posibilitan el replanteamiento de todos los aspectos estratégicos de las instituciones financieras, aunque no son la única vía para lograr estos efectos.

4.<sup>a</sup>) El mapa financiero español está cambiando. Se han producido ya alteraciones importantes, y no cabe descartar que otras puedan producirse en el futuro, sobre todo en el sector de cajas de ahorros. En todo caso, el liderazgo por el que hay que competir no es de dimensión, sino de rentabilidad y eficacia.

5.<sup>a</sup>) La expansión internacional de las entidades financieras españolas es necesaria en el futuro de la unión económica y monetaria europea, pero posiblemente las instituciones deben consolidar previamente una cuota mínima crítica del mercado interior.

6.<sup>a</sup>) La denominada «guerra del pasivo» no ha sido, en general, beneficiosa para las instituciones financieras, pero constituye una consecuencia de la libertad de mercado que ha permitido a algunas instituciones adquirir posiciones más sólidas de cara al recrudecimiento futuro de la competencia en los mercados financieros. Seguramente, un comportamiento más racional desde el punto de vista económico hubiera sido primar las colocaciones a mayor plazo, en vez de centrar la competencia en las cuentas a la vista.

Es posible la extensión de esta confrontación a otros terrenos, como el crediticio y el de la inversión colectiva o, en general, a nuevos productos de la denominada «ingeniería financiera», que contemplan las posibilidades abiertas por la diferenciación de trato fiscal de los diferentes destinos del ahorro financiero.

7.<sup>a</sup>) El futuro del sistema financiero pasa necesariamente por un nuevo diseño de su plantilla de personal, de las redes de distribución y de la calidad de los productos y servicios financieros.

8.<sup>a</sup>) Toda innovación comporta riesgos, dado el grado de sofisticación hoy inherente a los nuevos productos financieros. Los mayores riesgos se sitúan en las denominadas «operaciones fuera de balance».

Lo importante en el proceso de innovación es la capacidad de las instituciones para dar respuesta en cada momento a las necesidades de los clientes.

9.<sup>a</sup>) En las grandes instituciones financieras, se está pasando desde estructuras organizativas muy integradas a otras más descentralizadas y ágiles, aunque se tiene el temor de que una diversificación exagerada cree cierta confusión y pérdida de confianza entre los clientes.

10.<sup>a</sup>) Debe existir una colaboración estrecha entre el sistema financiero y el sistema industrial, pero esa relación debe estar sometida a las lógicas cautelas y limitaciones, que permitan la necesaria diversificación del riesgo.

El repaso del contenido de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA sólo ha tenido como objeto explicar al lector la lógica interna a que responde su construcción y ofrecerle el hilo conductor que vertebra a las distintas colaboraciones que lo integran. Sólo la lectura directa y reflexiva de éstas le permitirá incorporar las ideas que considere útiles a su particular visión del sistema y de los mercados financieros, en su trayectoria actual y en su perspectiva previsible.