

CRONICA DE DOCE AÑOS DE CAMBIO

Cuando PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA publicó el primero de sus números dedicados al sistema financiero (en 1980), el sistema financiero español estaba inmerso en un proceso de cambio que, con cierto retraso, seguía las pautas establecidas en la escena internacional. Hoy, todo nuestro sistema financiero ha experimentado un cambio completo que le ha hecho más libre, competitivo y eficiente, pero también le ha dejado más abierto al riesgo, menos protegido frente a la competencia externa y menos transparente para quienes, desde fuera, lo contemplan temerosos de las consecuencias de su funcionamiento aparentemente caótico, pero siempre vital para el crecimiento de la economía y la acumulación de la riqueza de las naciones.

Esta *crónica*, realizada por **Raimundo Ortega**, describe esos cambios e intenta adivinar algunas de las principales orientaciones que pueden encauzar la evolución del sistema financiero en lo que queda del siglo. El autor organiza su exposición de acuerdo con tres secuencias temporales inicialmente muy claras. En la *introducción*, resume los cambios que explican las alteraciones más destacadas a lo largo de los últimos doce años; en el apartado sobre *un presente inquietante*, analiza la situación actual para subrayar las líneas de tendencia, que esbozan ya nuevas variaciones; finalmente, en sus *conclusiones en clave dubitativa*, formula algunos pronósticos respecto a los que pueden ser los rasgos definitorios del sistema financiero en los próximos años.

I. INTRODUCCION

NO es, en principio, difícil señalar cuáles han sido las pautas básicas que han enmarcado el extraordinario cambio experimentado por el sistema financiero en estas dos últimas décadas.

Lo primero que yo destacaría es la *liberalización*, empujada por dos fuerzas complementarias. La primera fue la eliminación de todo tipo de regulaciones, ya se

refiriesen éstas al dismantelamiento de los controles que restringían los movimientos de capitales o las variaciones de los tipos de interés, o a las normas de todo tipo y condición que daban como resultado la existencia de compartimentos estancos entre distintas clases de negocios financieros. Casi simultáneamente, se fue observando la integración de los sistemas financieros y de los mercados de capitales no sólo por mor de la desaparición de las restricciones a la que

antes se aludía, sino también gracias a los espectaculares progresos experimentados en las técnicas de la informática y las comunicaciones.

Aparecieron, además, nuevos activos y técnicas financieras que permitieron formas de operar y coberturas desconocidas hasta entonces, pero que también originaban nuevos riesgos y una mayor opacidad respecto a cuál era la situación real de las entidades financieras, que las utilizaban cada vez con mayor profusión; al tiempo que la casi completa desaparición de las fronteras tradicionales entre los diferentes intermediarios financieros no sólo despojaba de sentido el término mismo de «intermediación financiera», sino que planteaba la cuestión, mucho más capital, de qué segmento de ese nuevo cuadro debían considerar esencial los poderes públicos a la hora de acudir en su ayuda en momentos de crisis.

No puede extrañarnos que, en ese contexto tan fluido e impreciso, las autoridades monetarias encontraran crecientes dificultades para instrumentar sus políticas monetarias, y ello, precisamente, en unos años en que aquéllas se habían convertido en la herramienta preferida de los gobiernos para luchar contra la inflación.

Además, esa espectacular proliferación de técnicas y activos financieros, con su secuela de nuevos y poco conocidos riesgos, se inscribía en un entorno muchísimo más competitivo que el existente en décadas anteriores. Uno de los resultados más trascendentales fue, sin ningún género de dudas, la paulatina, pero imparable, pérdida de importancia del sector bancario como eje del sistema financiero

y, en numerosos países, el auge creciente de los mercados de capitales como mecanismo alternativo de ahorro y financiación de la economía. En efecto, el auge de los mercados supuso la consolidación de canales alternativos de financiación que dotaron de una transparencia antes desconocida al proceso de intermediación, acrecentando la competencia y erosionando, poco a poco, el negocio bancario, hasta obligarle a perder el carácter homogéneo que le había caracterizado tradicionalmente.

Los bancos centrales e instituciones supervisoras, que contemplaron más o menos interesadamente esta evolución sin precedentes, se encontraron, casi sin darse cuenta, ante una triple exigencia: *a)* la de gestionar eficazmente unos sistemas de pagos que canalizaban volúmenes gigantescos de fondos y que comenzaron a experimentar amenazas y riesgos muy fuertes; *b)* la de localizar cuanto antes los riesgos en que podían incurrir unas entidades cada vez menos transparentes y más internacionales; *c)* la de asegurar, en fin, la suficiente liquidez para el buen funcionamiento del sistema financiero y, en último término, de la economía.

Para los países miembros de la Comunidad Europea, sus sistemas financieros y mercados de capitales han experimentado, además de los cambios antes descritos, los efectos de un proceso acelerado de creación de un mercado único. Ese proceso ha tenido como norte la consecución de una mayor eficiencia mediante la equiparación de las reglas de actuación en ese amplio ámbito territorial, para lo cual se han utilizado cuatro criterios fundamentales: *a)* la liberalización de los movimientos de capitales; *b)* la

libertad de prestación de servicios y de establecimiento; *c)* la fijación de un nivel mínimo de armonización reguladora, fundada en el reconocimiento mutuo de las normas nacionales y la homologación de las normas de supervisión, y el reconocimiento de la necesaria protección de inversores y consumidores; *d)* el respeto al principio según el cual las actividades de cualquier tipo de intermediario financiero están regidas por la legislación de su país de origen, entendiéndose como tal aquél en el cual se localiza su sede central. En pocas palabras, y sin caer en una combinación simplista de darwinismo económico y sociología marxista, se trataba de dar carta definitiva de naturaleza al viejo sueño del Tratado de Roma: la liberalización total de movimientos de capitales y de prestación de servicios financieros.

II. PRESENTE INQUIETANTE

Habiendo rastreado los cambios experimentados por los sistemas financieros en el curso de estos doce últimos años, me propongo en este apartado del trabajo examinar con detalle su influencia en tres de sus grandes piezas —el sistema bancario, los mercados de capitales y los bancos centrales—, terminando con una evaluación de los problemas y retos que jalonan el camino hacia la unión monetaria europea.

1. El sistema bancario

Si recordamos por un momento los procesos descritos en la *introducción*, nos será muy fácil situar sus efectos sobre el negocio bancario. El auge de los mercados dio lugar a la aparición

de canales de financiación alternativos al bancario, originando un aumento de la desintermediación y un claro incremento de la competencia. El negocio bancario, tradicionalmente concebido como un conjunto unitario de actividades, se fragmentó irremediablemente, y el resultado fue una ruptura casi total con la política de subsidiación cruzada entre actividades bancarias, tan cara a la llamada «banca universal». Los responsables de estas instituciones, aunque tardaron, no tuvieron más remedio que convencerse de los inconvenientes de todo tipo implícitos en aquella y hubieron de rendirse a la evidencia, que les mostraba la existencia de multitud de actividades en las cuales la competencia vía precios dejaba a la banca en una situación de clara desventaja frente a los nuevos intermediarios.

Esta situación ha cobrado especial significación en el ámbito de la Comunidad, en el cual, la mayor competencia creada por el mercado único ha permitido ampliar las fronteras geográficas del negocio bancario y, simultáneamente, acelerar la modernización de los mercados financieros nacionales ante la amenaza de unos mercados de capitales cada día más globalizados.

Pero es evidente que se ha producido un cambio en el entorno bancario. En efecto, la banca ha reaccionado a los procesos descritos de varias formas. Ante la amenaza —convertida, en la mayoría de los casos, en realidad— de la fragmentación de la intermediación bancaria tradicional, ha buscado establecer unidades de negocio especializadas, susceptibles, en principio, de ser gestionadas independientemente.

Estas piezas autónomas deberían encajarse armónicamente y

acabar sustituyendo, se supone que con ventajas evidentes, a lo que antes era un conjunto unitario. Pero, en la medida en que esos complejos bancarios desean hacer frente con éxito a la tensión creada por las fuerzas contradictorias de la globalización y la especialización, la calidad de la gestión bancaria se revela como el factor determinante no ya del éxito, sino incluso de la supervivencia. Ahora bien, en qué medida se consiga una gestión eficaz es algo que depende, primero, de cómo y con qué rapidez se llega a poner a disposición de la alta dirección de las entidades la información adecuada, y de cómo es utilizada por aquélla. Ello nos conduce a un difícil dilema, que no es otro que el planteado entre el coste de obtención y análisis de esa información, por un lado, y su correcta y rentable utilización por los más altos gestores de la entidad, por otro.

Todos los datos e informaciones disponibles apuntan en la misma dirección: la banca ha hecho una enorme inversión en sistemas informáticos y en tecnologías operativas altamente sofisticados y ahorradores de mano de obra. Los cambios externos resultantes de ello son evidentes; lo que no está tan claro es el equilibrio entre costes de esa tecnología y rentabilidad obtenida, especialmente en situaciones que, como la actual de crisis, dan lugar a un evidente exceso de capacidad.

Ante una situación como la que se acaba de describir, la tentación de aplicar una fórmula que asegurase sinergias, consagrarse economías de escala y permitiera diversificar riesgos, aumentar beneficios, facilitar la penetración en otros mercados bancarios y, por último, defenderse con éxito

de posibles maniobras hostiles de competidores nacionales y extranjeros era muy fuerte; y tanto más si los propios poderes públicos aconsejaban, más o menos abiertamente, a los protagonistas que fuesen por esa vía. Y por esa vía se ha ido en no pocos casos, sin tener presente la ausencia de barreras claras a la tecnología bancaria y a la oferta de productos financieros nuevos. Pero, lo que es más chocante, se ha ignorado —quiero creer que no deliberadamente— la existencia de límites a la complejidad que la dirección de una organización bancaria puede asumir con éxito, así como la circunstancia capital de que las economías de escala en banca se agotan rápidamente al aumentar el tamaño de las entidades en cuestión, al tiempo que crecen en progresión geométrica las complejidades para controlar los múltiples riesgos a que se ve sometida una entidad de semejante envergadura. Subsisten, más acuciantes que nunca, las dudas teóricas y prácticas respecto a la existencia de una relación clara entre concentración y rentabilidad. El problema de cuál es el tipo de organización bancaria más adecuado para hacer frente a los retos del futuro sigue, pues, en pie.

En los últimos doce años, el sistema y los mercados financieros han sido escenarios ideales para reproducir la vieja polémica entre intervencionistas y liberales; en este caso, a propósito de la necesidad o no de una banca pública. Las fricciones creadas por el intenso proceso de transformación antes descrito han sido un buen caldo de cultivo para quienes mantenían que, en la práctica, la competencia deja mucho que desear y que los beneficios de la libertad de mercado necesitan, en más de una oca-

sión, del complemento de la intervención pública.

Varios argumentos se han esgrimido en favor de la existencia de una banca pública fuerte; aquí sólo resumiré los más frecuentes: *a)* existen «huecos» que la banca privada no cubre, fundamentalmente las necesidades de las economías domésticas modestas o el suministro de fondos a largo plazo; *b)* siguen manteniéndose subsidiaciones a ciertos sectores o financiación condicionada, en cuya administración la banca pública tiene una experiencia insustituible; *c)* los países pueden elegir el mantenimiento de entidades bancarias inmunes a la posible acción de una adquisición hostil; *d)* la banca pública puede ser un elemento que garantice la competencia y evite una situación de cuasi-monopolio en la oferta de servicios financieros, garantizando de esta forma la libertad de elección del consumidor; *e)* por último, un gran grupo bancario, operando bajo la fórmula de *holding*, puede ser el catalizador de un proceso de fusiones entre bancos privados, en línea con los deseos de las autoridades. Como luego intentaré demostrar, todos y cada uno de esos argumentos se funden rápidamente ante el peso de la práctica, y lo que aparece como banca pública es, en realidad, una banca privada disfrazada.

Dentro del sector bancario, las cajas de ahorros han experimentado, como no podía ser menos, los efectos del cambio. Entidades muy antiguas algunas de ellas, profundamente enraizadas en marcos territoriales que se han ido quedando estrechos, e inclinadas a cierto conservadurismo, acaso por razón de la idiosincrasia de su clientela más habitual (las economías domésticas, las pequeñas empresas y las entida-

des públicas de ámbito territorial), el triple vendaval de la innovación, la liberalización y la competencia ha puesto de manifiesto, diría yo, cuatro problemas esenciales que deben resolverse rápidamente para continuar creciendo.

Esos cuatro problemas son los siguientes: *a)* los dos modelos de configuración de las cajas —el asociativo y el fundacional— pueden ser, a estas alturas, una grave limitación a la mayor eficacia en su gestión; resulta más que improbable que sin el reconocimiento explícito de los derechos de propiedad se alcance la disciplina necesaria para una utilización eficiente de los recursos confiados a la entidad; *b)* la combinación de mayores exigencias de solvencia por parte de las autoridades supervisoras y el propio crecimiento experimentado por estas entidades plantea, de forma insoslayable, la necesidad de unos recursos de capital más elevados; es de temer que las cajas precisen más recursos justamente en los momentos en que su oferta es más escasa en el mercado; *c)* la desregulación, con la eliminación de restricciones a la apertura e instalación de cajas en todo el territorio nacional —a lo que se unirán los efectos de la eliminación de fronteras, consecuencia del mercado único europeo— ha echado por los suelos la protección —por cierto, artificial— que el antiguo principio de territorialidad en la actuación de las cajas ofrecía; *d)* a este problema de la competencia territorial debe unirse el de la búsqueda de la dimensión más eficiente de muchas cajas y, por ende, el de la imperiosa necesidad de encontrar los criterios adecuados para orientar la política de fusiones.

2. Los mercados

La evolución de los precios en los mercados de valores suele considerarse un indicador adelantado de la evolución económica; pero, además, estos mercados acostumbran a ser heraldos en la llegada de reformas a otros sectores del sistema financiero; de tal forma que la internacionalización, la liberalización de precios y demás condiciones, la competencia en servicios de información y asesoramiento, han sido notas tempranamente incorporadas a la reforma de los mercados de capitales en general, y de valores en particular.

El atractivo y la vitalidad de los mercados de capitales han estado intimamente ligados, desde el principio, a la libertad para operar sin restricciones fiscales, sin controles de capital y sin los coeficientes legales que las autoridades imponían a sus respectivos sistemas bancarios nacionales. Curiosamente, esas características fueron las que, pocos años después, el Acta Unica Europea pretendió implantar a partir de 1993 en los doce países de la Comunidad. Por otro lado, y con una coincidencia temporal realmente asombrosa, los grandes mercados bursátiles mundiales se vieron sometidos a una serie de reformas radicales, iniciadas, como es sabido, a mediados de la década de los setenta en Estados Unidos, que alteraron totalmente su estructura y funcionamiento. Dichas reformas se concentraron en tres grandes campos: la liberalización de las normas de acceso a la calidad de miembro del mercado; la liberalización de los sistemas de contratación, compensación y liquidación; por último, los modos y prácticas relativos a la difusión de la información.

Con la perspectiva que da el tiempo transcurrido y la comparación con lo sucedido en otros sectores del sistema financiero, no deja de resultar paradójico que tales reformas fueran impulsadas o impuestas por los poderes públicos —venciendo las resistencias de los grupos tradicionalmente encargados del funcionamiento de esos mercados—, en estrecha alianza con los estamentos más dinámicos del propio mercado.

En el marco de la unificación europea, esos cambios se tradujeron en la idea de un mercado de capitales y bursátil integrado. No cabe duda, por ejemplo, de que un mercado cuya capitalización bursátil representa el 70 por 100 de las bolsas norteamericanas y casi el 100 por 100 de las japonesas constituye un escenario dotado de enorme liquidez, con las consiguientes ventajas que ello reporta para emisores e inversores. Además, Europa es, por así decirlo, el más internacional de los tres grandes mercados bursátiles mundiales. Ahora bien, la plasmación práctica de la idea tropezó desde el principio con las reticencias de los mercados menos dinámicos, que temían perder negocio ante ese mercado global europeo. Ni siquiera la propuesta de construir un sistema de intercambio de información a escala europea llegó a ver la luz, ante la oposición de quienes sospechaban que tras la información vendría la negociación y la liquidación de las operaciones.

De todas formas, en los últimos años se ha producido un proceso de convergencia en los mercados en el sentido de que, por ejemplo, en 1992 los índices generales de cotización de las bolsas de los seis grandes países comunitarios —Reino Unido, Alemania, Fran-

cia, Holanda, Italia y España— registraban una variación que no superaba en un 10 por 100 la media comunitaria, y en el caso de cinco de ellas esa variación era menor del 5 por 100.

El proceso parecía tan irreversible que tanto los mercados de renta fija como los de renta variable estaban convencidos, antes de junio de 1992, de que el progreso hacia la unión monetaria era imparable, de que el mecanismo de cambios resultaba de una firmeza indiscutible y de que la futura unión implicaba una igualación de tipos de interés compatible, por el momento, con la existencia de auténticas oportunidades para invertir con alta rentabilidad asegurada en mercados tales como el inglés, el italiano y el español. En una palabra, los inversores iban a dejar muy pronto de interesarse por el país de origen de una determinada sociedad cotizada.

El «no» danés, el «sí, pero» francés, y las devaluaciones de finales del verano y comienzos del otoño, sembraron de dudas tan brillante horizonte. Bien es cierto que permanecen todavía en vigor factores poderosos que empujan hacia esa meta. Se trata de hechos tales como la mayor similitud en los beneficios de las compañías —debida, entre otros factores, a la diversificación de carteras y la integración de los mercados, amén de la reducción de barreras al comercio, el asentamiento de estrategias paneuropeas y la creciente competencia— y el dominio creciente de la inversión institucional, que refuerza el interés hacia el sector y la sociedad concreta en detrimento del país, como aún sigue sucediendo.

3. Los bancos centrales: la política monetaria y la supervisión bancaria

El transfondo económico de la década de los ochenta se puede resumir como el de la lucha por controlar —con suerte desigual, dependiendo de los países y los gobiernos— el déficit público y la inflación. El apareamiento no era casual; pues, para el análisis teórico dominante durante esos años, la segunda es, en gran parte, consecuencia del primero. No debe extrañar, por tanto, el papel relevante desempeñado por la política monetaria, enfrentada, normalmente, a una tarea que, sin duda alguna, sobrepasaba sus posibilidades; mucho más cuanto que, con la paulatina desaparición de los controles de capitales, aquélla debió atender también a un nuevo y casi imposible cometido a medio plazo: contribuir a la firmeza del tipo de cambio. Soy consciente de que esta última afirmación puede sorprender a más de un lector acostumbrado a ver, en la práctica, lo contrario. Pero lo contrario es, ni más ni menos, que la lucha suicida de los bancos centrales por mantener su credibilidad ante los mercados elevando los tipos de interés internos cuanto sea necesario para defender el tipo de cambio de su moneda, por muy apreciado que éste se encuentre, o reducir la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero a unos ritmos imposibles de sostener, habida cuenta de los desajustes presupuestarios o de la rigidez de sus mercados internos de todo tipo.

La política monetaria reposaba en una instrumentación en dos niveles: en el primero, el banco central persigue influir en la evolución de los objetivos últimos de la economía —nivel de renta, pre-

cios, empleo— mediante el control de alguna variable monetaria calificada de «objetivo intermedio»; en el segundo, se trata de regular éste gracias a la manipulación de la «variable operativa» o «de control». Pero el éxito del esquema depende, como es bien sabido, de las condiciones: primera, que exista una relación estable entre el objetivo intermedio —cantidad de dinero o tipos de interés— y la variable final —producto, tipo de cambio, nivel de precios—; segunda, que las autoridades monetarias puedan influir realmente con sus variables operativas o instrumentales— base monetaria, tipos de interés a corto plazo— en el objetivo intermedio —cantidad de dinero o crédito interno, por ejemplo.

Está claro que, a medida que fue avanzando la década de los ochenta, ambos requisitos dejaron paulatinamente de cumplirse. Déficit público, excesiva variabilidad de los tipos de cambio e innovación financiera fueron las tres causas principales de una pérdida de efectividad de la política monetaria, que vio cómo aumentaban los errores sistemáticos en los objetivos programados al tiempo que los continuos intentos de redefinición de los objetivos monetarios intermedios no ofrecían los resultados buscados, pero sí profundizaban el escepticismo respecto a la eficacia de la política monetaria.

Ante esa situación, los responsables de la política monetaria comenzaron a compartir su atención entre las variables monetarias y otras, tales como la marcha del tipo de cambio y la evolución de los tipos de interés. Pero la situación empeoró en lugar de mejorar. El primero de los indicadores no sólo estaba sujeto a las decisiones, eminen-

temente políticas, de los gobiernos, sino que, además, en unos mercados prácticamente libres, ningún banco central podía resistir por sí mismo mucho tiempo a la pérdida de confianza en una determinada paridad de su divisa. En cuanto a los tipos de interés, si bien es cierto que la influencia de las decisiones de los bancos emisores sobre su nivel y evolución es determinante, el problema reside en que se trata de una variable económica muy «visible», y fácilmente interpretable por la opinión pública y por los medios políticos; la consecuencia inevitable es que el banco central es, en la práctica, menos libre para alterarlo de lo que él mismo piensa.

Demos un paso más. Estaba claro que los procesos de liberalización, desintermediación e innovación financieras, a los que tantas veces se ha aludido en este trabajo, así como el asentamiento de los mercados de capitales como alternativa al tradicional mecanismo de intermediación bancaria —todo ello en un contexto de internacionalización—, iban a crear dificultades crecientes, primero, al sistema bancario y, como no podía ser menos, a grupos muy diversos de otros intermediarios financieros. En el caso del primero, el que más nos interesa ahora, sucedió que la mayor competencia no sólo redujo sensiblemente su rentabilidad, sino que forzó a no pocas entidades bancarias a emprender políticas de activo o de pasivo que les han resultado escandalosamente costosas.

Así pues, las instituciones supervisoras se han encontrado, cada vez con mayor frecuencia, ante la necesidad de hacer frente a situaciones de crisis que afectaban a una entidad o a todo un grupo de ellas, a un sector com-

pleto o a uno o varios mercados íntimamente relacionados. Lo cierto es que, hasta ahora, el juicio respecto a su actuación no puede ser muy favorable. En unos casos, porque su conocimiento de los diversos riesgos implícitos en determinadas operaciones ha solido ir por detrás de los acontecimientos, y porque las medidas por ellas adoptadas han combinado realismo y decisión en algunos casos —su respuesta a la crisis bursátil de octubre de 1987 fue encomiable— con impericia y dejadez en otros, tal fue el caso del banco BCCI. Precisamente, la crisis originada por las turbias actividades de ese último banco puso de manifiesto que la globalización y sofisticación de los mercados, así como las técnicas y los activos financieros negociados, constituyen un desafío, a la par que una amenaza, a la coordinación de las autoridades supervisoras.

4. El camino hacia la unión monetaria europea

El Sistema Monetario Europeo (SME) ha cumplido ya catorce años de existencia, y aun cuando ha sido profusamente criticado, no cabe ignorar su contribución al objetivo de una Europa unida mediante un mercado integrado. Esa contribución se ha apoyado en dos objetivos: cooperar en la consecución de una estabilidad monetaria notable, especialmente en el período 1987-1992, y potenciar los intentos de conseguir una auténtica convergencia de las políticas económicas de los doce países miembros.

La estabilidad monetaria ha supuesto un gran esfuerzo, pues ha hecho recaer en las políticas monetarias un peso desproporcionado para lograr los procesos de

ajuste, lo cual ha conducido a distorsiones a las que me referiré en seguida. Dos hechos conviene destacar ahora: la política monetaria del *Bundesbank*, que convirtió al marco en el pilar del sistema de paridades, así como la decidida voluntad de países con elevada tasa de inflación —Gran Bretaña, Italia y España son los casos más importantes— de llevar a cabo políticas monetarias austeras y elevar sus tipos nominales de interés a los niveles que juzgasen necesarios para combatir aquélla.

La influencia del SME ha sido más débil a la hora de encarar los otros dos grandes problemas de las economías comunitarias: los desequilibrios por cuenta corriente y los déficit presupuestarios. Es de destacar que el SME ha pervivido a lo largo de un período caracterizado por grandes diferencias en las balanzas por cuenta corriente de los países comunitarios. A lo largo de esos años, los países con una tasa de inflación elevada han utilizado los compromisos derivados de su pertenencia, o de su futura entrada, al Sistema como un medio para contener los precios interiores, mientras que aquéllos con una inflación reducida podían aceptar un descenso en los tipos de cambio reales. De todas formas, cuando era evidente que las causas básicas de los desequilibrios eran estructurales, y por lo tanto imposibles de enmascarar más allá del corto plazo, las presiones se concentraban en alguna o algunas de las monedas del SME y los apremios en favor de un realineamiento se hacían irresistibles.

Dicho esto, podemos resumir en tres puntos las características básicas del SME: a) la estabilidad de los tipos de cambio conseguida gracias al Sistema depende

básicamente del claro sesgo antiinflacionista que le ha imprimido la política monetaria del *Bundesbank*; b) además, esa estabilidad de los tipos de cambio y de los precios se ha debido a la voluntad de otros países de aceptar una auto-disciplina que ha supuesto, en ocasiones, la adopción de políticas rigurosas; c) se ha conseguido de esta forma una credibilidad para todo el Sistema en su conjunto que ha sido, acaso, su principal baza para detener posibles ataques especulativos contra algunas de las monedas componentes del mismo.

Era, sin embargo, evidente que la estabilidad del Sistema —no se olvide que desde 1987 no se había producido cambio alguno en las paridades de las monedas integrantes— no podía durar eternamente si no se corregían las diferencias fundamentales que separaban a las economías de unos países miembros de las de otros. La elevación de tipos de interés realizadas por los países más débiles para mantener los tipos de cambio fijos sólo podían resultar creíbles para el mercado en la medida en que éste considerase que aquéllos llevarían a cabo las reformas estructurales y fiscales precisas para conseguir, en un plazo relativamente corto, la convergencia con el núcleo de «países centrales» del Sistema.

Es decir, que en la medida en la cual la respuesta de esos países a la firma del Tratado de Maastricht fue comprometerse a poner en práctica las medidas de convergencia necesarias para llegar a un tipo de cambio irreversiblemente fijo, sus paridades obtuvieron un claro espaldarazo. Fueron las dudas provocadas por el «no» danés y las incertidumbres anejas al referéndum francés —unidas a las torpezas encadenadas de los responsables eco-

nómicos de los principales países miembros del Sistema— las que convencieron al mercado de que las economías de varios países comunitarios estaban todavía más lejos de lo que se creía de la futura unión, y de que, por ende, sus débiles monedas se encontraban claramente sobrevaluadas. Los acontecimientos que siguieron al 16 de septiembre de 1992 no precisan, pues, de mayores explicaciones.

Cuando este trabajo se escribe —finales de enero de 1993— el Sistema goza de un interludio de tranquilidad, apenas roto por la devaluación de la divisa irlandesa, que acaso no dure mucho. ¿Qué sucederá tras las elecciones generales francesas de marzo? Esta calma aparente nos permite discutir en la última parte del trabajo, y con un cierto sosiego, algunas de las implicaciones del proyecto de unión monetaria incorporado en el Tratado de Maastricht.

III. CONCLUSIONES EN CLAVE DUBITATIVA

Los algo más de doce años transcurridos desde que esta revista comenzó a publicar sus números destinados al sistema financiero han sido testigos de innumerables cambios, que han dado lugar a un aumento de la competencia y del volumen de las transacciones financieras efectuadas, a la desaparición paulatina de los rasgos diferenciales entre instrumentos financieros antes nítidamente separados entre sí, a la pérdida de transparencia de numerosas operaciones, e incluso de partes completas de los balances, junto con un aumento espectacular de los riesgos asumidos por todo tipo de intermediarios financieros, empezando por los bancarios.

Estos no se han limitado a contemplar cómo se derrumbaban las fronteras institucionales que les protegían de la competencia de algunos de los nuevos intermediarios, dispuestos a explotar las oportunidades de llevar a cabo más rentable y eficientemente actividades antes típicamente bancarias. Su reacción ante la pérdida de negocio consistió en reforzar su estructura y comenzar a ofrecer servicios antes considerados no-bancarios, ya mediante unidades de los propios bancos, ya a través de entidades especializadas creadas a ese propósito. Pero el proceso se complicó aún más cuando entidades no-bancarias —incluso comerciales, en algunos países— comenzaron a adquirir bancos, dando origen a una auténtica revolución y planteando a los poderes públicos la delicadísima cuestión de en qué condiciones y hasta qué punto sigue siendo válida la teoría según la cual los bancos desempeñan funciones especiales, de evidente interés público, que les hacen acreedores a una protección especial, aun a costa del bolsillo del contribuyente.

Casi todos los hechos hasta ahora enunciados coinciden en un punto muy concreto: se ha acentuado la debilidad de las entidades bancarias, que han visto cómo se erosionaba su rentabilidad y se minaba su capacidad de inmunizarse ante las fuerzas de la competencia —concretamente, las protagonizadas por la ampliación de los mercados de capitales y la institucionalización del ahorro—, así como de luchar ventajosamente contra las restricciones y cargas que su propio estatuto les imponía. Para su desgracia, dichos cambios han coincidido con largos períodos de crisis y estancamiento que han

dañado fuertemente la calidad de sus activos; empeoramiento acentuado por el escaso acierto de algunas grandes entidades bancarias a la hora de elegir los sectores en que concentrar sus préstamos. La fragilidad del negocio bancario, ante la cual el sector ha respondido frecuentemente con estrategias eminentemente defensivas, y muchas veces equivocadas, ha puesto en marcha una espiral que amenaza ser mortal por combinarse en su origen los efectos de la libertad de mercado y la reacción de las autoridades supervisoras; en efecto, la menor rentabilidad observada en las entidades bancarias ha dado lugar a una tasa de autofinanciación más baja, lo cual provoca un encarecimiento de los recursos del sector al mercado de capitales que, a su vez, genera mayores dificultades para cumplir con los niveles de recursos propios que, curándose en salud, exigen las autoridades supervisoras.

Si algo me parece claro, es que la reestructuración del sector bancario debe continuar. Hasta ahora, esa política ha tenido como escenario el territorio nacional, y se ha caracterizado, a la par, por ser de carácter intrasectorial y eminentemente defensivo, siendo las fusiones el método preferido, con el consiguiente aumento de la concentración bancaria.

Está por ver cuáles son los beneficios de esa estrategia, pero hasta ahora apenas si se han evidenciado, quizá por la incapacidad para resolver los problemas humanos —en su doble faceta de reducción de personal, habida cuenta de los obstáculos sociales y sindicales, y de integración de cuadros directivos, debido a recelos mutuos—, a lo cual se ha unido la demostración práctica de la inexistencia de una relación

directa y clara entre tamaño y rentabilidad.

La comprobación de esa realidad se ha unido a la introspección realizada por los equipos de análisis de los propios bancos —empujados y auxiliados por la opinión de algunos auditores externos especializados en organizaciones bancarias—, y cuyo resultado más evidente ha sido poner de relieve que la fragmentación del negocio bancario, concebido antes como un conjunto homogéneo de actividades, ha dejado al descubierto importantes segmentos del negocio bancario abiertos a una fuerte competencia vía precios. La conclusión era meridiana: se trataba de establecer una configuración bancaria que, sin renunciar a la visión universal de los bancos, permitiría actuar con las ventajas de los intermediarios especializados. Se ha ido configurando, poco a poco, una estructura bancaria constituida por áreas de negocio concebidas como centros descentralizados, cercanos al cliente y responsables de sus propios resultados. Ese enfoque no impide, al menos en teoría, poner en práctica una visión estratégica coherente para todo el grupo bancario, además de contar con una serie de funciones comunes —planificación y auditoría interna, informática básica, recursos humanos— que permitirán compartir cierto tipo de costes.

Se han llevado a cabo algunos intentos para implantar este tipo de estructura bancaria, conocida con el apelativo de «banca federada». Sin embargo, no parece que los resultados hayan sido, halagüeños, al menos por el momento. En mi opinión, la razón básica es que una cosa es diseñar una estrategia encaminada a lograr un funcionamiento coordinado, pero esencialmente des-

centralizado, y otra permitir que esas unidades descentralizadas funcionen como verdaderos centros de negocio autónomos. No niego que ello pueda suceder así en el futuro; por el momento, es una perspectiva que los rectores de la banca universal simplemente no aceptan. Y es lástima, porque creo que en ella reside la vía de supervivencia de las entidades bancarias; es más, me atrevería a decir que, de no asimilar y poner en práctica esa configuración, u otra muy semejante, la combinación de mercados amplios y competitivos e intermediarios financieros especializados acabará ganando la partida a la banca tal y como hoy la conocemos, y ésta dejará de existir a poco de comenzar el siglo XXI.

Las tesis en favor de la banca pública merecen que se las examine con suma atención, atención que debe extremarse cuando el camino va de la banca privada a la pública para, después, volver a sector privado.

Esta nueva forma de intervencionismo estatal tiende a justificarse aduciendo, por ejemplo, que un gran banco público está justificado porque el sector bancario ofrece beneficios más elevados que los típicos de un sector permeado por la competencia; también se suele argumentar la existencia de «beneficios externos»— a los que he hecho referencia en la parte II de este trabajo— para asegurar que las ganancias sociales implícitas en el negocio bancario superan los beneficios puramente privados que reporta.

Lo cierto es que ninguno de ambos argumentos es mínimamente sólido en general, y mucho menos en un sector tan sometido a la competencia —in-

terna y externa— como lo es el bancario. En último lugar, me atrevería a afirmar que, a juzgar por la actuación de la banca pública durante los últimos años, en España y fuera de España, es sobre sus partidarios sobre quienes debe recaer la carga de la prueba a la hora de demostrar que determinados sectores o agentes económicos están mejor servidos gracias a entidades crediticias públicas que a través de entidades bancarias privadas actuando en régimen de libre competencia.

La fuerza y la amplitud que han ido cobrando los mercados de capitales han originado beneficios indudables. Han acentuado la liquidez y transparencia en los procesos de inversión y ahorro, al tiempo que, al aproximar a las partes implicadas, han reducido costes y potenciado la competencia, provocando un efecto imitación que ha llevado a modernizarse a numerosos sectores del sistema financiero y ha ensanchado las fronteras geográficas, y al tiempo que ampliaban la oferta de fondos hasta el punto de satisfacer casi cualquier demanda imaginable. En una palabra, cabe resumir su papel afirmando que han asegurado, en principio, una mejor asignación de los recursos financieros en los países en que están instalados.

Pero no todo han sido beneficios: la inestabilidad de los precios y su volatilidad se han acentuado hasta el punto de distorsionar la ejecución de las políticas monetarias y, sobre todo, incrementar muy notablemente la fragilidad de los sistemas financieros y de pagos, ahora más indefensos ante los efectos de una crisis que, aun cuando se inicie en un sector aislado, puede propagarse con acelerada rapidez gracias, precisamente, a la existencia de unos mercados ca-

racterísticos por su universalidad e íntima conexión. El riesgo sistémico —es decir, el proceso de transmisión de un fallo de un mercado al conjunto de ellos, incluso a todo el sistema financiero nacional o internacional— se cierne, por lo tanto, como una amenaza sobre la estabilidad de unos mercados a veces tan eficientes como volátiles, y abre el cauce mediante el cual la crisis puede propagarse, como sucedió en octubre de 1987.

Está claro que la estructura del sistema financiero ha sufrido una profunda transformación respecto a la que le caracterizaba hace un cuarto de siglo. De las varias cuestiones planteadas por ese proceso, me ocuparé ahora de una especialmente importante y a la que me he referido en más de una ocasión a lo largo de este trabajo: ¿podemos seguir afirmando que el sistema bancario realiza todavía funciones específicas que le hacen merecedor de un trato especial por parte de los poderes públicos, hasta el extremo de gozar de mecanismos de salvaguardia financiados, en último extremo, con fondos públicos?

Mi respuesta no tiene más remedio que ser afirmativa, ya que, a pesar de los muchos cambios experimentados, las entidades bancarias continúan hoy efectuando tres funciones que las distinguen de los restantes intermediarios financieros. Estas funciones son: intermediar entre ahorradores e inversores, contribuyendo de esta forma a la mejor asignación de recursos; facilitar los mecanismos de pagos imprescindibles para el buen funcionamiento de cualquier economía desarrollada; por último, actuar como correa de transmisión de los impulsos de la política monetaria. Esas funciones, parte con-

sustancial de los cometidos del sistema bancario, son las que le otorgan un papel central dentro del sistema financiero y las que justifican la existencia de una red de seguridad, por costosa que ésta parezca a primera vista. Ahora bien, aceptar que en tanto subsista ese entramado de funciones específicas de los bancos éstos merecen una consideración especial no equivale a rechazar la necesidad de reformar los mecanismos de garantía de depósitos, negando su protección a las entidades bancarias que incurran en prácticas temerarias y reduciéndola en el caso de determinadas operaciones que combinan un alto riesgo con una elevada rentabilidad.

Pero, sea cual sea el esquema futuro de protección bancaria, esta cuestión aparece íntimamente ligada a unas tareas de supervisión muy delicadas. La diversidad de activos, la complejidad de técnicas operativas, la fragmentación institucional y la práctica desaparición de fronteras han complicado en grado sumo la ya de por sí difícil tarea de las entidades supervisoras. Casos muy recientes nos traen a la memoria claros fallos en ese cometido. Y es que éste tiene dos componentes, cada uno de por sí difícil, pero cuyo equilibrio puede rondar la categoría de obra de arte. Me refiero a que los supervisores deben llevar a cabo cuidadosamente una tarea de vigilancia *ex ante* y, además, están encargados de aminorar o desactivar las crisis suministrando liquidez a las entidades merecedoras de salvarse. El problema se complica cuando es la misma institución —como en el caso español— quien tiene encomendadas ambas funciones. Entonces se corre el peligro de que dicha entidad —generalmente el banco

central— caiga en la tentación de, primando el segundo de los cometidos, intervenir para evitar problemas irremediables a una institución sobre la cual su supervisión no haya resultado todo lo eficaz que debiera. Si ese sesgo fuese excesivamente evidente —tal podría ser el caso de un gran banco, en virtud del principio de «demasiado grande para dejarlo caer»—, la credibilidad de la institución supervisora sufriría una merma considerable.

Es quizás el temor a encontrarse ante una situación semejante el que puede llevar a no pocos supervisores a caer en la confusión de sus actividades, intentando asumir papeles que corresponden a los gestores y propietarios de las entidades supervisadas. Nadie niega las dificultades para trazar la línea divisoria entre una vigilancia atenta y constante de las actividades de la entidad supervisada y el obligatorio respeto a las normas legales que confieren a los administradores de ésta el derecho a encauzar su gestión como crean más oportuno, sometidos a la aprobación o censura de los propietarios, y sin ingerencias de la autoridad supervisora en decisiones que son legítimamente suyas.

Estas reflexiones sobre la supervisión bancaria son un oportuno punto de partida para discutir sobre los mercados, su justificación y las crecientes llamadas a su regulación e inspección más estrecha.

Esa actitud se basa en lo que se ha dado en llamar la teoría del mercado como casino; es decir, las opiniones que equiparan a los mercados —especialmente a las bolsas y a los mercados de productos derivados— con mecanismos que sólo facilitan información sobre riesgos artificiales y

son utilizados por expertos especuladores que engañan, o cuando menos vuelven la espalda, al inversor honrado y poco informado. Pues bien, sin negar que en algún momento el funcionamiento de los mercados haya podido justificar dicha descripción, creo que el error básico en que incurre tal teoría es su ignorancia del valor intrínseco de la información como elemento clave del funcionamiento de una economía moderna.

Precisamente por ello, la llamada teoría de los mercados eficientes —entendiendo por tal la que afirma que el mercado incorpora rápidamente toda la información pública conocida y que los precios reflejan la nueva información y fluctúan aleatoriamente— es la que se ajusta mejor al funcionamiento de aquéllos. La segunda pieza teórica que justifica la existencia de los mercados afirma que, junto a su papel como mecanismos descubridores de precios, desempeñan un cometido esencial para facilitar la liquidez. Esta ha de entenderse de forma menos simplista que la habitual definición de libro de texto; es decir, liquidez es el proceso que asigna recursos económicos entre dos partes con diferente valoración de ellos, de forma tal que el resultado es un aumento del bienestar social. Por lo tanto, los mercados ofrecen mecanismos legales y económicos para incorporar y difundir información, así como para facilitar transferencias netas positivas de bienestar.

Situados los mercados en este contexto, la justificación de la intervención de los poderes públicos en ellos debe apoyarse en supuestas claras y tasadas, y en modo alguno debe ésta impedir que los procesos de cambio y modernización incrementen su

eficiencia, aun cuando ello vaya en contra de las posiciones dominantes de formas de organización contrastadas por el paso del tiempo. Es decir, que la postura de los poderes públicos —y, muy especialmente, la de las autoridades supervisoras— debería estar guiada por criterios destinados a fomentar, y no a obstaculizar, la libre competencia, incitando la implantación por los propios órganos rectores de los mercados de códigos de conducta destinados a preservar hábitos favorables a la competencia y a la transparencia, que son, al fin y al cabo, las mejores garantías de una liquidez adecuada, evitando siempre el respaldo a actuaciones tendentes a originar un monopolio *de facto* en la concentración o la difusión de la pertinente información.

La inmensa mayoría de los hilos argumentales que se han manejado en este trabajo confluyen en un razonamiento único al tratar la cuestión de la unión monetaria y del futuro del sistema financiero en la Europa de finales de siglo. Cuatro apartados me parecen especialmente atractivos para un examen final: la instrumentación y los efectos de la política monetaria; sus consecuencias sobre el sector bancario; las posibles modificaciones estructurales de los mercados de capitales, y las tareas de supervisión.

La instrumentación de la política monetaria por el SEBC a partir de 1977 supone, ante todo, que se han cumplido, básicamente, cuatro requisitos: a) que se cuenta con un mercado monetario europeo mínimamente integrado, en el cual las entidades de crédito pueden negociar sus excedentes de tesorería y realizar, así, el arbitraje preciso para equilibrar desajustes en los niveles y estructura de los tipos de interés;

b) que funcionan mecanismos de pagos, con valor mismo día, susceptibles de transmitir esos fondos y a prueba de riesgos sistémicos; c) que hay mercados de capitales suficientemente profundos y homogéneos como para que el SEBC pueda llevar a cabo sus intervenciones sin que, sea cual sea la instrumentación elegida, ésta deje de ser mínimamente neutral respecto a los instrumentos y los mercados con los que se lleva a cabo; d) que el SEBC goza de un mínimo de credibilidad, entendida como independencia efectiva respecto a los gobiernos de los países miembros y las instituciones comunitarias, pero también como institución dedicada primordialmente a preservar la estabilidad de precios en Europa.

Mencionados estos requisitos previos, se plantean ahora las dudas sobre *las implicaciones* de la estabilidad de precios y de la unión monetaria. Esas dudas pueden resumirse de la siguiente forma.

Ya se ha dicho que la política monetaria se mueve con dificultades en un escenario caracterizado por la liberalización de los tipos de interés y de cambio, así como por la mayor integración de los mercados financieros, lo cual modifica, en principio, los habituales canales de transmisión de la política monetaria. Además, nos encontramos ante una acusada inestabilidad en la relación entre precios y dinero, motivada por la innovación financiera; a lo cual se une, por último, la mayor movilidad internacional del capital, con las consiguientes presiones sobre los tipos de cambio.

En semejantes circunstancias, y habida cuenta de lo sucedido con los bancos centrales nacionales, es posible que el SEBC se

vea obligado a variar el tradicional esquema de instrumentación monetaria, basado en los dos niveles de objetivo intermedio-variable operativa, y convenga que adopte otra instrumentación basada en ajustes graduales en respuesta a un conjunto más o menos amplio de variables monetarias y reales, huyendo de cambios bruscos e intermitentes. El otro frente que el SEBC habrá de tener muy presente reside en las posibilidades reales de conseguir la estabilidad de los tipos de cambio al tiempo que se preserva la de los precios. La dificultad está en que la necesaria cooperación del SEBC a la estabilidad del tipo de cambio —fijado, no se olvide, por los gobiernos nacionales o por la correspondiente institución comunitaria— obligará a aquél ya a intervenir en los mercados de cambios, ya a aconsejar ajustes concertados en las políticas económicas internas. El resultado podría ser olvidar la primacía de la lucha contra la inflación, pues resulta imposible controlar simultáneamente el valor de la moneda en el ámbito interno y en el externo. Siempre existe, es cierto, el recurso a la política fiscal mediante un equilibrio adecuado que permitiese conseguir simultáneamente la estabilidad de precios y tipo de cambio. Queda a la consideración del lector si se está hablando de un objetivo ideal al que conviene tender o de una experiencia alcanzada con mediano éxito durante un período de tiempo aceptable en algún país digno de mención.

Cierto que se me puede acusar de escéptico y recordar que el Tratado de Maastricht ha tenido en cuenta esas dudas metódicas; es más, que las ha resuelto con sus «criterios de convergencia». No seré yo quien ponga en cues-

ción las buenas intenciones y la competencia técnica de los redactores del Tratado y sus protocolos anexos; como tampoco cuestionaré las virtudes antiinflacionistas del SME. Pero lo que sí tengo muy presente es la escasa propensión de algunos gobiernos a aceptar compromisos en sus políticas de tipo de cambio en gracia a una autonomía de la política monetaria de los bancos centrales y, *a fortiori*, de la del SEBC.

Por lo tanto, tengo ciertas reticencias a creer que el SEBC va a ser capaz de convencer a la opinión pública de la Comunidad, a sus instituciones políticas y a los gobiernos miembros, de la necesidad de adoptar ciertas medidas juzgadas imprescindibles para conseguir la estabilidad de precios si ello obliga a ceder competencias políticas de cada estado miembro de la Unión. Acepto, en cambio, la posibilidad de, venciendo ciertos obstáculos de carácter financiero y técnico, alcanzar una política de tipos de interés común entre países con condiciones económicas básicamente similares. Pero ello tropezará, me temo, con dos críticas: la muy conocida, y de matiz fundamentalmente político, de la «Europa a dos velocidades»; la otra, la de que la unión monetaria no debe agravar aún más los desequilibrios existentes entre las regiones o países de la Comunidad.

El horizonte de la unión monetaria *afectará de forma muy notable a las entidades bancarias* no sólo al mantener la competencia entre ellas, sino, lo que es más importante, al reforzar la ejercida por los mercados de valores y otros intermediarios financieros —especialmente las instituciones de inversión colectiva— tanto sobre los activos como sobre los

pasivos bancarios. Seguirá siendo poco probable la configuración de bancos universales de carácter auténticamente europeo, revelándose cada vez más claramente las ventajas anejas a las que, a esa escala europea, podemos calificar de entidades bancarias —bancos y cajas— regionales. Ello implica aceptar que uno de los factores más favorables será la proximidad a la clientela, por cuanto ésta es un elemento básico en áreas de negocio tales como créditos, depósitos y sistemas de pagos, tradicionales y modernos. Resulta sintomático a este respecto que algunas revistas especializadas inglesas hayan vuelto a replantearse la política de cierre de sucursales, a las que no duda en calificar de «joyas de la corona».

En todo caso, si la unión monetaria puede originar reestructuraciones internas tales como la pérdida relativa de importancia de los departamentos de cambios en favor de los encargados de los servicios de pagos, es indiscutible que las entidades bancarias se enfrentarán a la exigencia de reducir costes operativos y márgenes de explotación, viéndose forzadas a elegir con sumo acierto aquellas áreas de negocio en las cuales operan con ventajas competitivas evidentes.

No es fácil extraer de esas certidumbres generales afirmaciones particulares relativas a las entidades bancarias españolas, sean bancos o cajas de ahorros. No obstante, me atreveré a realzar unas pocas. Creo, ante todo, que su dimensión es adecuada; que cuentan con recursos suficientes como para resistir un fuerte descenso de sus márgenes financieros; que deben olvidarse de la existencia de una relación directa entre rentabilidad y tamaño relativo, concentrándose en moderar

sus altos costes de transformación e incrementar su productividad; por último, mejorar la calidad del servicio, ser innovadores y responder a las demandas del cliente son las mejores garantías para lograr un banco que sea, a la vez, eficiente y diferenciado.

Los mercados de valores se irán configurando también dentro de unas coordenadas paneuropeas, que subrayarán rasgos ya incipientes y revelarán otros nuevos. Está claro, en primer lugar, que su estructura combinará la existencia de tres grandes mercados —Londres, Francfort y París— que actuarán como polos de atracción de negocio en un clima de fuerte competencia, al tiempo que se confirman unos mercados regionales —Amsterdam, Madrid, Milán— plenamente competitivos si consolidan sistemas de contratación, liquidación e información mínimamente eficaces. Ello responde a una tendencia imparable de homologación de todos los aspectos organizativos y de funcionamiento de los mismos.

En esos mercados, en los cuales irá cobrando una primacía indiscutible la inversión institucional, al tiempo que disminuyen las posibilidades de diversificación de riesgos, el rasgo más novedoso, al valorar la rentabilidad esperada y la eficiencia del mercado, será la mayor importancia cobrada por los sectores industriales, las empresas e incluso las zonas o regiones geográficas en que se materialicen las inversiones, en detrimento de los países en cuestión.

Llegado el momento de concluir este trabajo, mi última reflexión concierne al *papel de los bancos centrales y otras instituciones con responsabilidades supervisoras*, fuente última de liqui-

dez en la futura unión monetaria europea.

El primer hecho destacable es que el Estatuto del SEBC no incluye en su capítulo II (objetivos y funciones) referencia alguna a las tareas de supervisión; únicamente se habla de «promover el buen funcionamiento del sistema de pagos» (artículo 3.1). La omisión, en todo caso, no deja de ser preocupante, ya que el proceso de integración financiera y la adopción de una moneda única supondrán la aparición de riesgos de carácter más amplio que los actuales, y que exigirían una supervisión coordinada. El reciente caso del BCCI —que puso de manifiesto la descoordinación, por lo menos, entre el Instituto Monetario Luxemburgués y el Banco de Inglaterra— reveló que, por ahora, la colaboración entre las autoridades supervisoras de los países miembros es insuficiente.

¿Aconseja todo ello la existencia de una única institución supervisora? En principio, y con el paso del tiempo, la respuesta sería afirmativa, pero no se me ocultan dos grandes dificultades de fondo. En primer lugar, hay países de la Comunidad en los cuales las responsabilidades supervisoras están encomendadas a instituciones diferentes de los bancos centrales; ahora bien, el auténtico obstáculo puede residir en el temor de los redactores de los Estatutos del SEBC al peligro que la atribución a la misma institución de las tareas de diseñar y ejecutar la política monetaria, y de preservar la estabilidad financiera, puede encerrar para su autonomía. Disciplinar conductas y mercados, aportar liquidez al sistema o a una entidad concreta cuando ése o ésta padezca una situación de crisis, y mantener al mismo tiempo unos objetivos mo-

netarios públicamente anunciados y creíbles, puede ser empeño imposible para la misma institución. El problema reside en que todavía no se ha encontrado una fórmula alternativa eficaz.

Dos palabras a modo de epílogo. Durante los últimos doce o trece años hemos asistido a cambios inimaginables en los sistemas financieros y en los mercados de capitales. Esos cambios han acentuado los rasgos de libertad, competencia, flexibilidad y eficiencia de esos sistemas y mercados; si bien también han hecho surgir aspectos menos encomiables, tales como la inestabilidad, la falta de transparencia y la incapacidad de las autoridades supervisoras para ejercer el necesario control público respecto a ellos. Con todo, el balance es claramente favorable en términos generales, y muy especialmente en el caso español.

La unión monetaria plantea un horizonte que exige a todos nuevos esfuerzos de disciplina e imaginación. Cuando se haga realidad, ya en los umbrales del siglo XXI, es seguro que los sistemas financieros y los mercados de capitales se parecerán tan poco a los que hoy en día vivimos como éstos se asemejan a los que conocimos al finalizar la década de los años setenta.