

Introducción Editorial

SISTEMA FINANCIERO Y ECONOMÍA REAL, 1995

El sistema financiero español constituye una de las líneas de investigación prioritarias y permanentes de la Fundación FIES de CECA, y las sucesivas aportaciones a la misma han nutrido los diversos números de PÁPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA que, una vez cada año, acuden a su cita con nuestros lectores para ofrecerles un «balance de situación» del sistema financiero desde cualquiera de los numerosos enfoques con los que se puede abordar su realidad. Estas páginas han sido así fieles testigos del largo e ininterrumpido proceso de liberalización, desregulación y modernización en el que se ha visto inmerso el sistema financiero español desde mediados de los años setenta, que lo ha ido adaptando a las pautas de comportamiento eficiente que son la norma en los sistemas financieros de los principales países desarrollados y que prefiguran el cada vez más próximo y exigente reto europeo de la unión económica y monetaria (UEM). Ante ese reto, sin embargo, nuestro sistema financiero evidencia una situación claramente favorable: las entidades financieras españolas se caracterizan ya por la universalización de sus líneas de negocio y por su cada vez mayor competitividad; los mercados financieros españoles, por sus crecientes niveles de desarrollo tecnológico y de volúmenes de operaciones, amén de por su progresiva integración en los mercados internacionales; y el catálogo de productos y servicios financieros disponibles, por su diversidad y su amplitud, que cubren cualquier demanda actual o potencial de la clientela con cualesquiera requisitos de rentabilidad y riesgo.

Parece obvio que, en ese marco de referencia del acceso de España a la unión económica y monetaria europea, el papel del sistema financiero se muestra relevante en una doble línea que merece ser analizada con cierto detalle.

De una parte, el ejercicio de una política monetaria activa, encaminada a asegurar las condiciones de estabilidad monetaria precisas para acceder a la última fase de la UEM, pero, con toda probabilidad, igualmente necesaria, en un marco de coordinación internacional, después de la propia construcción de la Unión para consolidar las bases de un creci-

**SISTEMA FINANCIERO,
ESTABILIDAD
Y COMPETITIVIDAD.
LA DOBLE
MOTIVACIÓN DE ESTE
NUEVO NÚMERO
DE PÁPELES
DE ECONOMÍA
ESPAÑOLA**

miento económico sólido y para propiciar avances en la convergencia real de la economía española con la europea. De ahí que analizar las nuevas responsabilidades asumidas por el Banco de España tras la Ley de Autonomía (1994), sus posibilidades de actuación, y los límites y dificultades que su importante misión puede encontrar, se convierta en un tema central en cualquier repaso de las funciones del sistema financiero español.

Pero ante ese referente obligado que es para España la Unión Europea, también deben considerarse las pautas de competitividad para juzgar la posición comparada de nuestras empresas no financieras y de la economía española en su conjunto. Competitividad que no es sino la capacidad de las unidades económicas para mantener y desarrollar, de forma sostenida, cuotas de mercado en entornos abiertos e integrados, y en la que adquieren un papel relevante los factores financieros. Sin que ese reconocimiento implique restar importancia a la necesaria sanidad de los fundamentos de la economía española, condicionados durante demasiado tiempo, y en mayor medida de lo admisible, por un excesivo déficit público, un tipo de cambio frecuentemente desajustado, una tasa de inflación excesivamente elevada, un sistema fiscal que penaliza a los incentivos del crecimiento, y un mercado de trabajo y unos niveles de costes, sociales y laborales, que ponen de manifiesto la escasa flexibilidad de algunos comportamientos económicos.

A ese respecto, y a la luz de los datos anuales de competitividad mundial comparada que ofrece tradicionalmente el World Economic Forum, se percibe aún, pese a las reconocidas limitaciones de esa fuente informativa, un cierto desfase entre los grados de competitividad relativa del sistema financiero y del sistema real de la economía española. Un desfase en el que la elevada competitividad relativa de nuestras entidades financieras, que ocupan lugares relevantes en el *ranking* mundial por tamaño, depósitos y solvencia, se contraponen con la capacidad relativamente escasa de los mercados de capitales para financiar a la economía real, debido a que en los mercados financieros españoles cotiza un número reducido de empresas, cuya valoración no siempre se atiene a sus expectativas de rendimientos futuros, que se muestran poco atractivos para realizar nuevas emisiones de acciones, ante la competencia, en volúmenes de activos y rendimiento de éstos, de los hiperdesarrollados mercados de deuda pública.

Las opiniones de los agentes, reflejadas asimismo en los datos que publica el informe del World Economic Forum, traslucen también esas diferencias entre la competitividad de nuestros sistemas financiero y real. Las encuestas cualitativas coinciden en apreciar el peso relevante de las entidades de depósito en la financiación de los sectores productivos, pero sin que ello se traduzca necesariamente en facilidades para la obtención de créditos; lo que sí genera un cierto clima de des-

confianza de los empresarios hacia ese papel potenciado de los intermediarios financieros. De igual modo, los agentes económicos perciben que la sofisticación de los mercados financieros españoles no redundará en una evaluación más adecuada de los proyectos de inversión empresariales, ni en la oferta de instrumentos convenientes para la financiación de proyectos de empresas pequeñas, emergentes o en crecimiento. Los agentes empresariales sienten, en definitiva, que dependen excesivamente de una financiación crediticia cuyo precio eleva su propio coste del capital; lo que no sólo disuade la realización de nuevos proyectos de inversión, sino que perjudica la misma capacidad de amortización de los activos instalados y, con ella, la viabilidad futura de las empresas.

De este somero panorama cabe deducir que la economía española tiene una doble exigencia derivada de su integración en Europa: la de la convergencia, en estabilidad y crecimiento, con sus socios comunitarios y la de la dilución de las diferencias entre los niveles de competitividad de sus sistemas financiero y real. Exigencia esta última que implica, más que buscar causas de mayor eficiencia en el sistema financiero o de ineficiencia de la economía productiva, que se aporten soluciones mediante la adecuación de los mercados, activos e intermediarios financieros españoles a las condiciones que demanda el sistema real de la economía. En las condiciones competitivas actuales, los mercados, de bienes y servicios o de activos financieros, ya no son compartimentos estancos a los que se puedan trasladar los costes de las eventuales ineficiencias internas de los agentes por la vía de los mayores precios. Las respuestas competitivas sólo pueden venir por el lado de la mayor eficiencia asignativa del ahorro y organizativa de las empresas y entidades financieras, de cara a propiciar la financiación empresarial en condiciones adecuadas a la clase de riesgo de cada entidad y al fomento del crecimiento y el empleo.

Y en ese proceso de reflexión es en el que se inserta el presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, con el deseo de aportar datos y enfoques rigurosos que sirvan tanto para enjuiciar la política de la autoridad monetaria como para sugerir vías que contribuyan a minimizar el desajuste competitivo entre los sistemas financiero y real de la economía española. Sin olvidar que el trasfondo del problema puede estar en los defectos estructurales inherentes a muchos de nuestros mercados y empresas no financieras, y en las carencias directivas de determinados empresarios, que han apelado más a la subvención y a las condiciones favorables del cuadro macroeconómico que a la apuesta por la calidad, a la orientación hacia la satisfacción de los clientes, a la innovación, y a la misma asunción de riesgos y a la iniciativa individual. Pero sin minusvalorar tampoco el hecho de que la competitividad y sofisticación del sistema financiero y el poder de mercado de las entidades financieras ha podido motivar, al menos en algunos casos o momentos, el traslado de ineficiencias internas al sis-

tema real por la vía de los precios, y la restricción crediticia a las empresas por la asignación de recursos a actividades no productivas, en un proceso realimentado por las necesidades de financiación del déficit público y por el tratamiento fiscal de determinados activos financieros.

Este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se inscribe también en la concepción global de las actividades de la Fundación FIES de CECA, que considera de una manera integral el ciclo que relaciona la investigación, la docencia y las publicaciones. De tal modo que buena parte de los trabajos incluidos en esta publicación proceden de investigaciones de base que se hicieron públicas como ponencias en un curso organizado por la Fundación FIES en colaboración con el Centro Mediterráneo de la Universidad de Granada, celebrado el pasado verano en su sede de Almuñécar, y que contó con el patrocinio de la Caja General de Ahorros de Granada. Un curso que se enriqueció con la presencia de académicos y profesionales del sistema financiero, y con una nutrida asistencia de alumnos, y que se desarrolló a lo largo de unas intensas jornadas de trabajo, en una fecunda interacción entre las exposiciones de los ponentes, las mesas redondas y los debates entre los asistentes. Todo ello permitió llegar a unas conclusiones que son las que, reelaboradas y enriquecidas con la reflexión y las nuevas aportaciones de los autores, se ofrecen ahora a los lectores.

La estructura del número responde al deseo de ofrecer, en la forma más amplia posible, lo que cabría llamar el «estado de la cuestión» sobre las vinculaciones entre el sistema financiero y la economía real española, y de ahí que en sus diferentes apartados se pase revista a los diversos componentes del mismo: mercados, instituciones y productos financieros. Pero sin olvidar que el recurso escaso que se procesa por el sistema financiero es el ahorro, que los receptores de las colocaciones productivas del mismo son las empresas y sectores de la economía española, y que la todavía reciente autonomía del Banco de España introduce unos potenciales efectos beneficiosos de cara a la estabilidad de los precios y a la sanidad del crecimiento económico que contribuirán decisivamente para acomodar el paso de los sistemas financiero y real en la senda de convergencia de la economía española con los países más avanzados de la Unión Europea.

LA CONTRIBUCIÓN
DE LA POLÍTICA
MONETARIA
AL CRECIMIENTO
SOSTENIDO

La preocupación por la política monetaria, por la forma en que ésta puede contribuir a crear una senda de estabilidad para el crecimiento, o, lo que es lo mismo, la forma en que puede favorecer la convergencia real de la economía española, que es el objetivo que legitima la integración española en la Unión Europea, es la que da contenido a la primera parte de este número de PAPELES que se dedica a *La autonomía del Banco de España: alcance y efectos sobre la política de estabilidad*

de precios y la supervisión financiera, por entender que la posición que otorga al Banco de España su Ley de Autonomía resalta la prioridad de reducir la inflación como requisito inexcusable para la estabilidad económica y el desarrollo duradero de la economía española. En ese objetivo de la estabilidad de precios, la literatura económica muestra un elevado consenso acerca de los efectos beneficiosos que introduce la autonomía de los bancos centrales, que descansa en la convicción de que el desarrollo a largo plazo está determinado por factores reales. Bajo este supuesto, la inflación se considera un fenómeno predominantemente monetario que origina unos elevados costes en términos de distorsión de las decisiones de ahorro e inversión, en la asignación de los recursos disponibles y en la distribución de la renta, lo que genera agravios comparativos precisamente para los grupos sociales menos favorecidos, debido a su menor poder de negociación en el juego competitivo que se desarrolla entre los agentes económicos por la vía de los precios.

En el nuevo contexto de autonomía del Banco de España, los resultados de la política monetaria dependen de su impacto sobre las expectativas de los agentes económicos y de la propia credibilidad de las actuaciones, en programación temporal y medidas concretas, de la política monetaria. Estas dos variables (expectativas y credibilidad) son las que ahora condicionan la eficacia de la política monetaria, y las que han llevado a definir su objetivo final con base en un indicador, el IPC, concreto, público, y concebido en un horizonte a plazo medio (1997). En esos términos, la consecución de la estabilidad de precios ya no depende sólo de la configuración jurídica de la autoridad monetaria, sino también de su margen de actuación en la práctica, que viene condicionado por los hábitos y reglas de conducta tácitos en sus relaciones con el gobierno, las instituciones y los mercados financieros. Es, por tanto, fundamental contar con el consenso social suficiente acerca de la importancia de la estabilidad de precios, y para ello hay que situar en el centro del debate económico y social la conveniencia, o más precisamente la estricta necesidad, de reducir la inflación, diseñando una estrategia global en la que el *mix* de políticas macroeconómicas —presupuestaria, monetaria y de tipos de cambio— se aúne con la liberalización y competencia de los mercados de bienes y servicios, y la política salarial y del mercado de trabajo, para alcanzar el objetivo vital de la estabilización de los precios.

Los artículos que dan cuerpo a este apartado aportan un innegable valor añadido a ese necesario debate social acerca del nuevo papel del Banco de España en el marco de la Unión Europea, y de sus efectos sobre la instrumentación de la política monetaria para el control de la inflación y sobre el nuevo enfoque de la supervisión de las entidades financieras.

El primero de ellos, debido a **Fernando Gutiérrez Junquera**, Jefe de la Oficina de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España, bajo el título «La autonomía del Banco de España y el nuevo diseño de la política monetaria», sitúa al lector ante las claves de la nueva política monetaria, explicando la relación que existe entre los cambios en el marco legal y los cambios operativos, de diseño y ejecución de la política monetaria, para concluir con un somero balance del funcionamiento del nuevo esquema en sus primeros meses de funcionamiento.

La Ley de Autonomía configura al Banco de España como una entidad de derecho público que goza de plena autonomía en el ámbito de la política monetaria, con la finalidad primordial de alcanzar la estabilidad de precios. Los motivos para dicha autonomía vienen exigidos por el Tratado de Maastricht, pero se avalan por el trasfondo de la teoría y la experiencia monetarias, que se basan en la constatación empírica de los efectos negativos de la inflación sobre la vida económica. Entre los objetivos monetarios alternativos, compatibles con el nuevo marco legal, se destaca la tendencia internacional al seguimiento de objetivos directos de inflación, tanto por la prioridad que otorgan al control de precios como por el horizonte de su definición, a medio y largo plazo, y su expresión en una banda de fluctuación que se anuncia públicamente. Con base en estos principios, el nuevo esquema de política monetaria del Banco de España define el objetivo en el medio plazo (tres años desde su anuncio), lo cuantifica como una tasa de crecimiento de los precios por debajo del 3 por 100, y lo concreta en términos del IPC. Aunque el tiempo transcurrido desde su implantación es todavía demasiado breve, **Gutiérrez Junquera** extrae conclusiones favorables de los primeros meses de 1995, sobre todo teniendo en cuenta la exigencia del objetivo anunciado —que se justifica por la estabilidad de precios y por la necesaria convergencia prevista en Maastricht— y el momento de recuperación cíclica en el que se encuentra la economía española, y que dificulta la obtención de resultados inmediatos. Con todo, es imprescindible el respaldo social del comportamiento de los agentes económicos, privados y públicos, desde el convencimiento de que la inflación no resuelve problemas, sino que agrava los existentes.

El segundo de los trabajos incluidos en esta primera parte, se debe al Presidente del Servicio Nacional de Compensación y Liquidación del Mercado de Valores, **Raimundo Ortega**, habitual colaborador de PAPELES y profundo conocedor del sistema financiero español. Se trata en él «La autonomía del Banco de España y el control de la inflación», dentro de la corriente de opinión, dominante en los países industrializados, que otorga un peso preponderante a la autonomía de los bancos centrales en pro del objetivo de la estabilidad de los precios. Sobre esa idea, que adquiere para los países de la Unión Europea rango legal con el Tratado de Maastricht, el trabajo repasa los antecedentes de la instrumenta-

ción de la política monetaria por el Banco de España, desde mediados de los años setenta hasta la aprobación de su Ley de Autonomía, examina la estructura y posible definición de una política monetaria cuyo objetivo fundamental es la estabilidad de los precios, y se detiene, por último, en el modelo de intervención adoptado por el Banco de España para conseguir dicho objetivo. Entre sus conclusiones, resalta que la autonomía de facto del Banco de España empezó a gestarse con los Pactos de la Moncloa, si bien ésta estuvo mediatizada por una política fiscal muy expansiva y por la indiferencia de la opinión pública acerca de los males reales de la inflación. El esquema tradicional de instrumentación de la política monetaria, por otra parte, ofrece para el autor unos resultados ambivalentes, ya que si bien ha podido observarse una clara relación entre la desaceleración del crecimiento de la cantidad de dinero y la tasa de inflación, se han producido desfases y perturbaciones en su incidencia sobre la evolución del PIB, debido a los procesos de formación de expectativas de los agentes frente a las posibles actuaciones del banco central. El nuevo esquema, por último, es el que atribuye al Banco de España una completa autonomía, que va aparejada con la obligación de publicidad del objetivo de inflación elegido, y en el que está en juego su credibilidad frente a los mercados. Pero el éxito en el cumplimiento de ese objetivo dependerá no sólo de las actuaciones y la credibilidad del banco emisor, sino de las políticas del gobierno y las restantes administraciones públicas para contener el déficit y materializar las reformas estructurales precisas para renovar la eficiencia y competitividad de la economía, así como de una opinión pública que eleve la lucha contra la inflación al primer rango de problemas de la sociedad en su conjunto.

Finalmente, el Subgobernador del Banco de España, **Miguel Martín**, trata la «Regulación bancaria: situación actual y perspectivas», en colaboración con **Fernando Vargas**. Y lo hacen para sintetizar los efectos que ha tenido sobre el sector financiero la realización del mercado interior europeo, basado en las exigencias del pleno ejercicio de las libertades de movimientos de capital y de establecimiento y prestación de servicios. Exigencias que obligaban, en primer lugar, a una profunda desregulación de las múltiples intervenciones administrativas existentes y, en segundo término, a su sustitución por una nueva normativa prudencial que, respetando la libertad de mercado, evitase comportamientos que pusieran en peligro la estabilidad del sistema. Para cumplir los objetivos de su trabajo, los autores pasan revista a las materias cuya armonización se consideró esencial, a la transposición de la correspondiente legislación comunitaria al caso español, y a los criterios esenciales con los que, a la luz de todo ello, puede considerarse la supervisión bancaria: *primero*, que la gestión, la política de negocio y los niveles de riesgo asumidos por las entidades bancarias son responsabilidad de sus órganos de gobierno, en coherencia con su carácter de empresas; *segundo*, que la libertad de mercado es un valor esencial a salvaguardar, tan sólo matizado por la necesaria prudencia de la supervisión de la autoridad moneta-

**PRESENTE Y FUTURO
DE LOS MERCADOS
FINANCIEROS**

ria, y *tercero*, que debe tenderse a igualar el marco competitivo, en mercados y países, en el que se desarrolla la actividad bancaria, sin que puedan admitirse ventajas comparativas ni por el país de origen o residencia, ni por la forma societaria o fundacional adoptada por cada entidad.

La segunda parte del sumario se adentra ya en los aspectos institucionales del sistema financiero español, para estudiar, en primer término, el papel de *Los mercados financieros españoles en perspectiva internacional*, desde las premisas de que la globalización que han introducido en este ámbito la informática y las telecomunicaciones, y los efectos de la plena liberalización de los movimientos de capitales, hacen, de facto, internacionales los mercados que otrora podían llamarse, de iure, nacionales o domésticos.

Luis M. Linde, Director General del Banco de España, aborda el tema de «Los mercados de divisas: virtualidad del SME y posibilidades de la moneda única europea», para destacar la trascendencia del SME y el proyecto de la UEM sobre la configuración y el funcionamiento actuales de los mercados de divisas. Su trabajo se articula en tres partes, en las que pasa revista al funcionamiento del SME durante los últimos años, analiza los escenarios posibles para la implantación de la moneda única y evalúa las dificultades de dicha implantación, así como las previsibles consecuencias que tendrá la moneda única sobre las monedas de los países miembros que puedan quedar fuera de la UEM. Como conclusiones de todo ello, son de destacar sus opiniones acerca de la imposibilidad de que pudiera alcanzarse el proyecto de la unión monetaria de no haber existido el esfuerzo de estabilidad que ha supuesto el SME, y sobre las dificultades que supondrá la posible coexistencia entre la moneda única y las monedas no participantes, pese a las cuales debe proseguirse en el intento de una unión monetaria bajo la supervisión de una única autoridad, máxime teniendo en cuenta que el estado actual de la integración puede sufrir retrocesos de no darse la moneda única.

La profesora de la UNED **Antonia Calvo** y el Subdirector General de la Deuda Pública **Ignacio Garrido**, en su trabajo sobre «España y la Unión Europea: algunos efectos sobre la política y el mercado de deuda del Estado», sostienen la tesis de que la pertenencia a la Unión Europea ha sido un acicate para conducir aceleradamente el mercado y la política de deuda españoles hacia un modelo homologable con el de los países de mayor tradición en el mundo, en la línea de romper la dinámica insostenible que el creciente déficit público había impuesto en la evolución de la política monetaria y del sistema financiero. Este modelo competitivo ha supuesto, en el ámbito interno, la supresión de los coeficientes destinados a financiar coactivamente al Estado, la plena libertad de los movimientos de capital, y la prohibición de cualquier tipo de financiación a las administraciones públicas por parte del Banco de España.

El resultado es un mercado de deuda plenamente integrado en el plano internacional, y en el que la captación de fondos del exterior se orienta progresivamente hacia la parte del mercado más carente de soporte interno, como es la del medio y largo plazo. Con un reto, sin embargo, siempre vigente: el de la elección de la vida media y la estructura más favorables de la deuda del Estado.

«La Bolsa española en el contexto internacional actual» es la colaboración en el número de **Manuel Pizarro**, quien, en el momento de la redacción del artículo, era Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, y actualmente es Presidente de Ibercaja. Desde esta colaboración, se abordan los problemas de la globalización y regionalización de los mercados de capitales, con las subsiguientes reacciones de las principales bolsas mundiales; la situación de estos mercados en el contexto de la Unión Europea, con los sucesivos —y hasta ahora fallidos— proyectos de integración tendentes hacia una Bolsa única europea, y la posición concreta que puede ocupar el mercado bursátil español en el entorno descrito. De ese tratamiento se deducen conclusiones sobre los efectos negativos de la globalización, en términos de la concentración del volumen de contratación en los mercados más competitivos y de la desregulación local; si bien con la contrapartida de los procesos de reafirmación de los mercados locales, que pueden redundar en beneficio de sus áreas económicas más próximas. Lo mismo sucede con la competencia de las bolsas más fuertes por captar los valores foráneos más atractivos, en un proceso que se ve fomentado en Europa por un marco legislativo que estimula la competencia entre las bolsas, más que su cooperación. En cuanto a la Bolsa española, se destacan sus importantes procesos de modernización normativa y tecnológica, y de integración, gracias a los cuales se estima que está en condiciones de afrontar el desafío de su pertenencia a Europa y a la comunidad financiera internacional.

Finalmente, **Lorenzo de Cristóbal**, desde su actual atalaya de Vicepresidente de Interest Rate Options del Bank of America, es quien estudia «El papel de los productos derivados en el sistema financiero español. Análisis de sus ventajas y riesgos», para constatar la creciente importancia del empleo y la negociación de los derivados, pero también la vigente polémica suscitada por sus aportaciones efectivas a la funcionalidad de los sistemas financieros. Se reafirma que los productos derivados son activos diseñados para transmitir riesgo entre sus usuarios, a diferencia de los productos financieros tradicionales, que sirven de vehículo para el trasvase de fondos desde las unidades económicas con superávit a las unidades económicas con déficit; y de ahí que el trabajo se oriente, en primer lugar, a destacar la importancia de los derivados en los procesos de especulación y arbitraje. Pero los derivados ofrecen peculiaridades en su valoración y en sus riesgos, que también se analizan. Finalmente, se revisan en el trabajo las ventajas que incorpora su utilización en la gestión y cobertura de riesgos, y las

**LAS INSTITUCIONES
FINANCIERAS COMO
INTÉRPRETES DE LAS
VINCULACIONES
ENTRE SISTEMA
FINANCIERO
Y ECONOMÍA REAL**

características aconsejables que debería tener la regulación de sus mercados. En un balance de las ventajas e inconvenientes de los productos derivados, el artículo destaca, entre las primeras, las posibilidades que ofrecen para las actividades de cobertura y la creación sintética de activos, y entre las desventajas, que incrementan los riesgos de sus correspondientes activos subyacentes; máxime en los casos en que no se negocian en mercados organizados, y en aquellos otros en los que resulta más complejo reproducirlos mediante estrategias con activos tradicionales.

La ya comentada orientación de este número de PAPELES exige adentrarse en las conexiones entre sistema financiero y economía real españoles. El enfoque de este apartado pretende así introducir de forma explícita el contrapunto del sistema real en la actividad de los intermediarios financieros, tanto para destacar la aplicabilidad, en éstos, de los enfoques de la economía industrial, con la adecuada vinculación entre sus estrategias y estructuras organizativas, como también para estudiar la incidencia real de las estrategias de posicionamiento de mercado elegidas por las entidades financieras, que, en casos como el de las cajas de ahorros, redundan en beneficio de la financiación del sector empresarial, e incluso para evaluar los efectos que esas estrategias diferenciadas entre instituciones financieras pueden tener sobre sus cuentas de resultados.

«Estrategias y estructura de los bancos en la “nueva Europa”», de los profesores **Edward P. M. Gardener** y **Philip Molyneux**, director e investigador, respectivamente, del Instituto Europeo de Finanzas radicado en Bangor (Gales), que siguen la prestigiosa línea de trabajo iniciada por Jack Revell, es el trabajo que examina los diversos factores que subyacen en los cambios recientes de la banca europea, motivados por la creación del mercado único y la «nueva Europa» que conduce hacia la UEM. Esos cambios han mutado los bancos tradicionales en empresas de servicios financieros, y hacen cada vez más difícil distinguir entre actividades de bancos de inversión y bancos comerciales, y entre el negocio bancario y las actividades de las entidades de seguros, los servicios de inversión, los fondos de inversión y los fondos de pensiones. Las fuerzas competitivas desencadenadas por el mercado único han contribuido, en general, a que las entidades bancarias apuesten por la eficiencia y los mercados exteriores. Pero es en el ámbito de la banca al por menor en el que el impacto del mercado único puede tener mayores efectos potenciales de cambio, sobre todo en los aspectos de la estructura competitiva y la tecnología; ya que no parece probable que se dé en él una globalización plena, por la índole del negocio y los factores de fidelización de la clientela a escala nacional. Las mejoras en la eficiencia, por otra parte, no parece que vayan a estar vinculadas con la dimensión de las entidades; e incluso cabe esperar una rebaja en la eficiencia en costes a partir de dimensiones muy grandes, que hacen más difícil y costosa la direc-

ción de las organizaciones bancarias. En definitiva, el reto estratégico para las nuevas empresas de servicios financieros vendrá de la mano de su reconocimiento adecuado del nuevo entorno competitivo y de su búsqueda de especialización dentro del modelo europeo de banca universal.

Los efectos de la intervención gubernamental sobre las diversas vertientes de la actividad financiera, para centrarse en las que se refieren al estímulo o la disuasión de la financiación otorgada a la economía real, constituyen el objeto del artículo del profesor de la Universidad de Granada **Santiago Carbó** sobre «Regulación y financiación a la economía real». Partiendo de la constatación de que las entidades financieras españolas están entre las más capitalizadas de la OCDE, el trabajo se cuestiona si dicha solvencia puede ir en detrimento de la financiación crediticia al sistema real, mediante el análisis de los cambios producidos en la estructura de activo de las entidades de depósito españolas durante el período 1988-94, al socaire del proceso desregulador y de las exigencias de recursos propios basadas en los riesgos de crédito de los activos. De ese estudio se destaca la pérdida de importancia relativa de las inversiones crediticias en el sector privado de las entidades de depósito en general, si bien la disminución de los créditos se ha dado sobre todo en los bancos, ya que las cajas de ahorros han aumentado sus concesiones. Otro tanto ha ocurrido con el componente de los créditos a actividades productivas, por lo que, en conjunto, la situación de 1994 es menos favorable para la economía real que la de 1988. Entre las causas de ese comportamiento de las entidades financieras, el trabajo resalta la penalización introducida por el marco regulador en la financiación productiva, ya que supone un mayor riesgo de crédito, y está, por tanto, limitada en términos de su mayor cobertura con recursos propios. No obstante, también son de reseñar otros factores coadyuvantes a esa restricción crediticia, como la relativa escasez de proyectos empresariales rentables, sobre todo en contextos de tipos de interés elevados, y el efecto expulsión de la demanda de crédito privado que han originado el desmesurado endeudamiento de las administraciones públicas y las elevadas retribuciones de la deuda pública en el período analizado.

Otro aspecto relacionado con la implantación en las entidades financieras de las pautas de evaluación de la actividad de las empresas industriales es el que se trata por **Emilio Tortosa**, Director General de Bancaja, con «La propuesta de valor en entidades financieras», bajo la premisa de que la creación de valor es el indicador idóneo de la actuación de una unidad económica en un contexto competitivo, ya se trate de entidades financieras o de empresas no financieras. Las ventajas competitivas radican en suministrar a un número suficiente de clientes un producto que estimen de valor superior, y a un coste lo bastante reducido como para generar riqueza; por lo que el negocio financiero es también un sistema para la creación y suministro de valor al mercado, que requie-

re la elección de una estrategia de negocio idónea, y la difusión y comunicación de ésta. La dirección estratégica, a su vez, es el marco conceptual que se considera conveniente en el trabajo para implantar esa definición estratégica del negocio, determinar la propuesta de valor y garantizar su ejecución en coherencia con la estrategia elegida.

La estrategia corporativa y la economía de las organizaciones son también el referente conceptual en el que se inserta el trabajo del profesor del IESE **Jordi Canals** sobre «Bancos universales y bancos especializados: los límites de la diversificación bancaria». En él, se plantea la cuestión de la eficacia relativa de la función de financiación de los bancos a las empresas no financieras, respecto de los mercados de capitales; desde los enfoques de las posibles ventajas que tendría en ese contexto un banco universal frente a otro especializado, y desde la conveniencia que tendría un banco comercial tradicional para expandir sus actividades y diversificarlas hacia la financiación a largo plazo de empresas no financieras. En ese marco de análisis, las ventajas que la literatura especializada admite para las empresas no financieras en cuyo capital participen los bancos se contraponen con las que esa actuación podría implicar para los bancos, al exigirles una diversificación, relacionada o no, de sus actividades tradicionales. Bajo el doble enfoque conceptual seguido en el trabajo, de estrategia corporativa y de economía de las organizaciones, se resalta que esa contrapartida no siempre es beneficiosa para las entidades financieras: por una parte, al considerarse el hecho de que los bancos universales suelen tener problemas para implantar estrategias corporativas de éxito, y que los bancos diversificados sufren de un elevado nivel de costes organizativos; y por otra, al tenerse en cuenta que la participación a largo plazo en empresas industriales, sólo adquiere sentido si los mayores costes organizativos que implica para la entidad financiera se cubren con los beneficios de su diversificación, mediante una elevada calidad de la gestión bancaria.

Otros dos trabajos de destacados intérpretes del sistema financiero, como son **Julio Rodríguez López**, Presidente de la Caja General de Ahorros de Granada, y **Julio Fernández Gayoso**, Director General de Caixa Vigo, profundizan posteriormente en las relaciones efectivas entre las entidades financieras, en particular las cajas de ahorros, y el sector empresarial de la economía española.

En el primero de ellos, **Julio Rodríguez López** analiza los elementos más destacados de las cuentas de resultados de las entidades financieras para tomarlos como referencia del comportamiento específico de las cajas de ahorros, que se caracteriza por notas distintivas como la especial atención a la captación de recursos ajenos, la fuerte dotación en servicios y recursos humanos, la especialización en el negocio de familias, la ausencia aparente de excedentes de plantilla y las fuertes disparidades entre las entidades que componen el sector. A partir de este

modelo, y teniendo en cuenta el nuevo entorno competitivo del sistema financiero, se enuncian los grandes retos a los que tendrán que hacer frente las cajas en el futuro inmediato: diversificación de los productos; mayor atención a las PYME, colectivos empresariales y necesidades financieras de las empresas, y resultados por operaciones fuera de balance.

En el segundo de los trabajos sobre cajas de ahorros y economía real, **Julio Fernández Gayoso** abunda en el diagnóstico anterior, en el sentido de que las profundas mutaciones competitivas en el entorno, resultantes de los procesos de liberalización, han afectado al negocio tradicional de las cajas, introduciendo en ellas la necesidad de fortalecer sus relaciones con el sector real de la economía; y esto no sólo para mantener su cuota de mercado, sino también para salvaguardar la funcionalidad global del sistema financiero hacia el sistema real, a la que les obliga su papel relevante entre las entidades de depósito. Teniendo presentes los puntos fuertes y débiles del modelo de comportamiento en vigor de las cajas, el trabajo apunta las líneas de tendencia hacia el modelo que se demandará de estas entidades en el futuro. Líneas que pasan, entre otras, por la disminución de las aportaciones de las operaciones en el mercado interbancario y el aprovechamiento de las oportunidades de la desintermediación financiera; o bien, en casos más específicos de vinculación con el sector real, por la potenciación de sus relaciones con empresas locales, la modificación de la composición de su cartera de inversión para primar los instrumentos destinados a la financiación del comercio y la PYME, o la atención al desarrollo de los medios de pago como forma de optimizar los flujos de fondos resultantes de la cadena que forman los créditos de provisión en las empresas no financieras.

Los efectos de las estrategias de negocio sobre las cuentas de resultados de las entidades financieras se analizan también en esta parte del número, tomando, en primer lugar, el marco de referencia del sistema bancario en los países de la OCDE, como hacen los profesores de la Universidad de Málaga **Germán Carrasco Castillo** y **José M. Domínguez Martínez**, con un trabajo titulado, precisamente, «Evolución de los márgenes y de la rentabilidad del sistema bancario en los países de la OCDE». Aun reconociendo la difícil homogeneización de los datos de las entidades financieras entre países, el estudio revisa de forma comparada márgenes y rentabilidades durante los años ochenta y principios de los noventa, para confirmar la actual tendencia reductora de los márgenes bancarios en todos los países de la OCDE, pero también el papel relevante que siguen ocupando las entidades financieras españolas en cuanto a sus niveles de márgenes de intermediación y ordinario. De igual forma, constatan otros aspectos de interés, como la elevada correlación que existe entre esos márgenes y los gastos de explotación, y la nula que parece darse entre dichos márgenes y el número de entidades operantes o el grado de concentración sectorial.

En cuanto a la rentabilidad, las dificultades de su cálculo son notorias por la consideración administrativa de los componentes de los recursos propios, pero, aun así, ofrece pautas de comportamiento que evidencian tanto la posición relevante de las entidades españolas, sobre todo en la rentabilidad sobre ATM, como el paralelismo entre la rentabilidad de las entidades financieras y el ciclo económico. Esa evolución de la rentabilidad, por último, se corresponde con la que manifiestan las empresas no financieras, también vinculada fuertemente al ciclo económico; si bien el margen entre ambas rentabilidades, en el caso español, tiende a acentuarse en las fases recesivas y a reducirse en las expansivas.

Un análisis explicativo de esos resultados del sistema bancario durante los últimos años requiere utilizar medidas de eficiencia; y ésta es la aproximación metodológica de los profesores **Emili Grifell-Tatjé** y **C. A. K. Lovell**, con su trabajo titulado «Estrategias de gestión y cambio productivo en el sector bancario español». En él analizan el comportamiento productivo del sector bancario español, en el que distinguen los agregados de bancos y cajas de ahorros, durante el período 1986-1993, para contrastar la eficiencia en la gestión desarrollada, calcular los efectos del cambio productivo y explicar éste en términos de la eficiencia en la gestión, del cambio técnico y de las economías de escala. Continúan así los autores una línea de investigación previa, basada en indicadores de eficiencia no paramétricos y en índices de productividad, cuyos resultados anteriores han aparecido, en su mayor parte, en publicaciones de la Fundación FIES; y que, en este caso, se proyecta en las siguientes conclusiones: la tasa anual de cambio productivo de bancos y cajas españoles ha sido sistemáticamente positiva a lo largo del período, y se ha debido al desplazamiento de su frontera eficiente, esto es, a la mejora de las entidades que definen el mejor comportamiento productivo del agregado, como consecuencia del cambio técnico. Por otra parte, la habilidad de las entidades que no son las más eficientes de cada agregado para acercarse a las pautas de comportamiento de las mejores, o frontera eficiente, se demuestra superior en las cajas de ahorros que en los bancos durante el período considerado.

Esta parte, dedicada a los aspectos institucionales del sistema financiero, concluye con un trabajo sobre el «Impacto de la evolución del riesgo de insolvencia en la actividad de las entidades bancarias», realizado por **Ignacio Fuentes**, titulado del Banco de España. Parte el autor de la evidencia del incremento del riesgo de insolvencia de los prestatarios durante los últimos años, y de las pérdidas que ello ha supuesto para las entidades financieras, ya sea por la necesidad de mayores dotaciones, ya por la interrupción del devengo de intereses. De ahí la necesidad de indagar en los factores que han contribuido a incrementar el riesgo de insolvencia, y de precisar las principales consecuencias que ha tenido para la banca el citado proceso de crecimiento. Entre los

factores observados, destaca la intensidad de la crisis económica, así como la mayor fragilidad financiera de empresas y familias, y la reducción de sus demandas de crédito; también el endurecimiento de las normas reguladoras del riesgo de insolvencia y dotaciones a los oportunos fondos, y la acentuación de la competencia entre las entidades financieras, inmersas, asimismo, en una profunda transformación de su entorno operativo. Entre los efectos inducidos por todo ese contexto, señala el cambio en la política crediticia de las entidades financieras, cuyas asignaciones de fondos se han orientado hacia los mercados de menor riesgo, como los de deuda y tesorería, y el de crédito al sector público y sectores no residentes, en detrimento del crédito concedido a empresarios individuales, PYME y familias no propietarias de inmuebles.

En un repaso amplio de los temas económico-financieros, como el que este número de PAPELES DE ECONOMÍA trata de ofrecer a sus lectores, no podía estar ausente el análisis del ahorro, como recurso escaso que se canaliza por el sistema financiero hacia el sector real de la economía, así como el de los instrumentos financieros mediante los cuales las empresas y sectores productivos pueden acceder al mismo. Se incluyen, por tanto, en esta última parte diversos tratamientos, que van desde la consideración de las pautas de comportamiento del ahorro en las familias españolas hasta la situación financiera de grupos de empresas (PYME) o sectores concretos, pasando por cuestiones que afectan a la eficiencia de los procesos asignativos del ahorro, como la fiscalidad diferencial por instrumentos.

Los profesores de la Universidad Autónoma de Barcelona **José Luis Raymond**, **Josep Oliver** y **David Pujolar** ofrecen en su artículo los resultados de un estudio que aborda el problema del ahorro familiar en España con un enfoque microeconómico (que ofrece hasta el momento escasas aproximaciones en nuestro país) a partir de la explotación de los resultados de la *Encuesta de Presupuestos Familiares*. En él, se resalta la importancia del ahorro como vía de financiación del proceso de inversión; se revisan los resultados obtenidos en otros países al analizar, mediante encuestas, las pautas de ahorro y consumo, y se sitúa, en esa perspectiva comparada, el caso español, analizando los comportamientos del ahorro según niveles de renta y por tramos de edad.

Entre sus conclusiones, cabe destacar la insuficiencia del ahorro de la economía española, que queda más de manifiesto ante el esfuerzo de convergencia pendiente, en renta per cápita, respecto de los países más desarrollados de la Unión Europea. Asimismo, se analiza la vinculación entre los ahorros familiar, empresarial y público, y se sugiere la conveniencia de que el mayor ahorro público provenga del recorte de los gastos corrientes o de la mejora en la eficiencia del gasto público, así como

**EL AHORRO PRIVADO
EN ESPAÑA:
COMPORTAMIENTO Y
CANALIZACIÓN
HACIA LA
FINANCIACIÓN
EMPRESARIAL**

la necesidad de fomentar el ahorro privado. Y en cuanto al comportamiento del ahorro familiar, la identificación de algunos rasgos que pueden condicionar su evolución futura, como el propio crecimiento económico, el trasvase de población de zonas rurales a urbanas, el envejecimiento de la población y el efecto riqueza derivado del aumento del precio de ciertos activos.

Los aspectos fiscales inciden de forma notoria sobre los procesos globales de asignación del ahorro y, en particular, sobre la aceptación de los activos financieros por los ahorradores. Ello se pone de manifiesto mediante el «Análisis comparado de la fiscalidad efectiva sobre los activos financieros en España», que realiza el profesor de la Universidad Complutense, y Consejero del Banco de España, **José Manuel González-Páramo**, con el propósito de evaluar y cuantificar las distorsiones que el sistema fiscal vigente introduce en la elección entre activos financieros alternativos, que son altamente sustitutivos entre sí. Su análisis se limita, por criterios de operatividad, a los aspectos regulatorios del IRPF y a los activos financieros más accesibles a un ahorrador medio; sobre cuyos rendimientos se calcula la tasa de fiscalidad efectiva. Teniendo presente que, entre dichos activos, existen los de rendimientos ordinarios y los de rendimientos diferidos, las dispersiones que se encuentran entre sus tasas de fiscalidad efectiva pueden tener diferentes motivaciones: en los primeros, las diferencias en las reglas sobre devengo y las excepciones a la obligación general de retener; y en los segundos, el diferimiento discrecional del pago de impuestos y el que las rentas que generan no estén, en general, sometidas a retención. En una visión comparada entre unos y otros activos, cuando los impuestos subyacentes (como el de Sociedades) son reducidos o no existen, el tratamiento fiscal de los rendimientos diferidos es apreciablemente más favorable que el que recibe la mayor parte de los rendimientos ordinarios del capital.

Otra faceta de la intervención del Estado que afecta a la eficiencia de los procesos de asignación del ahorro es la de las políticas públicas en pro de la financiación del sector empresarial o de algunos de sus colectivos diferenciados, como las PYME. Y este problema es el que se trata por el profesor **Ramón Caminal**, Investigador del Instituto de Análisis Económico del CSIC, con su trabajo sobre «El papel de las restricciones de crédito y las políticas públicas en la financiación de la pequeña y mediana empresa». Una de las peculiaridades de los mercados de crédito es la de la asimetría informativa, que perjudica a las PYME, debido a la menor cuantía de activos reales que pueden ofrecer como garantía y a su reducida reputación financiera como prestatarias; lo que les enfrenta a altos costes del capital y a restricciones en el crédito. En este contexto, la intervención pública se orienta a facilitar la financiación de las empresas que padecen dichas restricciones mediante medidas de carácter horizontal o intervenciones directas. De ellas, las primeras parecen claramente preferibles, ya sea por medio del ase-

soramiento financiero, la promoción de nuevos instrumentos de financiación o el aumento de la transparencia de los mercados crediticios. Entre las formas de intervención directa, algunas de ellas, sin embargo, como los subsidios al coste del capital bajo ciertas condiciones y los avales públicos, también podrían mejorar la eficiencia asignativa, al aumentar la inversión de las PYME afectadas por restricciones de crédito.

Los estudios sobre la situación financiera de colectivos de empresas y sectores concretos se inician con el artículo del profesor **Manuel Martín Rodríguez**, de la Universidad de Granada, sobre «El sistema financiero y la financiación de las PYME».

Su tratamiento parte de la definición e importancia de las PYME en España, que en buena medida viene justificada por su potencial en la creación de empleo. La situación financiera de estas empresas se caracteriza, asimismo, mediante unos rasgos estructurales generalmente admitidos, que provienen de las asimetrías de información de los mercados crediticios, las debilidades intrínsecas en la dimensión para el acceso a recursos de bajo coste o a la desintermediación, la menor esperanza media de vida, y la dependencia de la financiación asociada con operaciones comerciales, o crédito de provisión sin coste explícito. Se analizan, por último, en este artículo las fórmulas desarrolladas en España para facilitar el acceso de las PYME a recursos financieros permanentes, para optar por aquellas que no suponen un mero apoyo público directo y que, por tanto, no distorsionan la asignación de recursos por el mercado: capital-riesgo, segundos mercados bursátiles, titulación de créditos concedidos a PYME, y el sistema de garantías recíprocas.

El también profesor de la Universidad de Granada **Enrique Gómez Jiménez** revisa «La nueva política para PYME española. Una aproximación a las tendencias comunitarias», en un trabajo que recapitula las realizaciones fundamentales de las políticas de apoyo a las PYME en la UE, para centrarse luego en el estudio de la actual «Iniciativa PYME de desarrollo industrial, 1994-1999», vigente en España, de la que destaca tanto su integración en las tendencias de apoyo comunitarias a las PYME como su labor de coordinación e integración de una diversidad de iniciativas públicas y privadas ya existentes, pero siempre dispersas, y muchas veces redundantes. También se resalta la «filosofía» implícita en esa iniciativa, que rehuye las subvenciones a fondo perdido y que apuesta por la mejora del entorno económico, financiero, tecnológico y de servicios en el que se desenvuelven las PYME, con el objetivo de lograr una mayor eficiencia en las intervenciones públicas mediante el estímulo de la de los propios agentes, la ampliación de la cobertura de las medidas de apoyo y la minimización del gasto presupuestario implicado por éstas.

**FINANCIACIÓN
SECTORIAL
CONCRETA: ESTUDIO
DE ALGUNOS CASOS**

«La financiación al sector inmobiliario» es el trabajo del profesor **Juan de Dios Jiménez**, a la sazón Decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Granada, en el que se estudia el crédito otorgado por las entidades de depósito al sector inmobiliario español, así como los factores que lo han condicionado durante los últimos años. Un sector que tiene una importancia innegable por su aportación a las macro-magnitudes de la economía española, y en el que la inversión en vivienda constituye una de sus actividades más significativas, sobre todo desde la perspectiva de los intermediarios financieros. A ese respecto, se resalta el creciente interés de las entidades de depósito por la financiación crediticia a los particulares, debido a la garantía hipotecaria usual en dichas operaciones, así como a la expansión de la demanda de viviendas en España. El trabajo analiza también los planes públicos de financiación de viviendas calificadas hasta 1994, que continúan desde 1995 con un nuevo plan de vivienda, para destacar el liderazgo que ostentan en ellos las cajas de ahorros, como fruto de una finalidad social que pretende facilitar el acceso a la propiedad de la vivienda a los colectivos más desfavorecidos.

«La financiación empresarial y sectorial en los servicios: tendencias de futuro», del profesor **Miguel González Moreno**, igualmente de la Universidad de Granada, es otro trabajo de alcance sectorial que pretende paliar el olvido tradicional de la financiación del sector servicios, ya sea por sus carencias estadísticas, la heterogeneidad de las actividades que se incluyen en él o el minifundismo empresarial que lo caracteriza. La importancia de este sector tenderá, sin embargo, a acrecentarse en el futuro por factores tales como la constitución del mercado único de servicios dentro de la UEM, la introducción de las nuevas tecnologías de la información, y la liberalización progresiva de los servicios en el contexto mundial, impulsada por los Acuerdos del GATT. Esas previsibles transformaciones del sector impulsarán su eficiencia y competitividad, e introducirán nuevas necesidades financieras para las empresas, que habrán de cubrirse adecuadamente por los intermediarios financieros.

«El capital riesgo y las pequeñas y medianas empresas», del profesor de la Universidad Complutense **José Martí Pellón**, estudia las aportaciones efectivas de esta modalidad de financiación para la mejora de la estructura financiera de las PYME españolas. En este plano, sus objetivos teóricos, de apoyo financiero a las PYME para su puesta en marcha o su crecimiento, por la vía de las participaciones en su capital, de carácter temporal y minoritario, se contraponen con una realidad bien distinta en la que los recursos de capital-riesgo se orientan hacia empresas de una cierta dimensión, en consolidación o en crecimiento, y mediante participaciones mayoritarias y permanentes. Los motivos de esta desvirtuación de las finalidades del capital-riesgo se encuentran, según el presente estudio, en el retraso de su implantación en España y en su relativamente escaso desarrollo, así como en ciertas deficiencias del

entorno, que se originan por el tratamiento fiscal de las plusvalías que puedan obtenerse al deshacer las participaciones, y en la efectiva carencia de mercados en los que obtener contrapartidas para las desinversiones.

Por último, los profesores de la Universidad de Zaragoza **Luis Ferruz**, **Alfonso López** y **José Luis Sarto**, analizan la «Evolución y perspectivas del *leasing* en España», como fuente de financiación a largo plazo para las empresas españolas. Destacan, bajo este enfoque, sus ventajas fiscales para las empresas, así como la vinculación de su desarrollo con las fases del ciclo económico. En el momento presente, las perspectivas del *leasing* son favorables, debido tanto a la recuperación económica como a las ventajas diferenciales de su fiscalidad respecto de otras alternativas de financiación, y a la adaptación de las actividades de *leasing* a la II Directiva Bancaria, que está motivando procesos de fusión por absorción de las sociedades específicas dentro de los grupos financieros, que redundarán en un mejor aprovechamiento de los recursos, en economías de escala y en diversificación de los riesgos.

El sumario de un número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA dedicado al sistema financiero no podía quedar completo sin *un diagnóstico de la funcionalidad del sistema financiero español, desde las opiniones de sus agentes*. A tal efecto, se ha realizado una encuesta a ocho destacados profesionales, que ostentan puestos de relevancia en instituciones públicas y privadas, para recabar su opinión sobre las cuestiones más candentes que subyacen en los diversos apartados del sumario. El lector podrá así encontrar, en el apartado correspondiente, precedidas de un breve comentario del periodista **Federico Tuya**, a cuyo cargo ha estado la coordinación de la encuesta, las respuestas del Secretario de Estado de Economía y Hacienda, **Manuel Conthe**; del Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, **Luis Carlos Croissier**; del Director General del Banco de España, **José Luis Malo de Molina**; del Presidente de CECA, **Braulio Medel**, y del Director General Adjunto del Área Asociativa de la misma Institución, **Manuel Lagares**; del Presidente de AEB, **José Luis Leal**; del Secretario General del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, **Juan Aracil**, y del Presidente de AB Asesores, **Salvador García-Atance**. La Fundación FIES de CECA quiere dejar expresa constancia de su gratitud a las mencionadas personalidades por su deferencia al responder, en beneficio de los lectores de PAPELES, a las preguntas —algunas complejas— que les han sido formuladas.

Precisamente, al hilo de esas opiniones es posible sintetizar las principales conclusiones que pueden extraerse de la profunda revisión que se realiza en el número sobre los sistemas financiero y real de la economía española, en las diez siguientes reflexiones sobre las que colaboraciones y opiniones muestran un amplio consenso.

OCHO CUALIFICADAS OPINIONES

UNAS REFLEXIONES FINALES

1.^{a)} La estabilidad de los precios constituye la condición *sine qua non* para el crecimiento sostenido de la economía española, la convergencia con Europa y la creación de empleo. En el logro de ese objetivo primordial, la entrada en vigor de la Ley de Autonomía del Banco de España constituye un hecho de especial relevancia, al resaltar el énfasis de la autoridad monetaria en el control de la inflación, mediante la fijación de objetivos directos basados en la tasa de evolución a medio y largo plazo del IPC. La importancia de esta orientación hacia la consecución de la estabilidad de precios resulta incuestionable, porque garantiza la sanidad y estabilidad del crecimiento económico y clarifica la formación de expectativas por parte de los agentes económicos. Esta idea, además, debe difundirse entre toda la sociedad española, y ser un valor compartido por ella para favorecer las actuaciones del Banco de España, cuyo éxito está supeditado, en gran medida, a las actuaciones efectivas de los agentes y a la credibilidad de lo inexorable de éstas en pro del objetivo de inflación marcado.

2.^{a)} Las notas de internacionalización y liberalización que hoy caracterizan a los sistemas financieros desarrollados, como pueda ser el español, han acentuado el grado de competencia en ellos. Aspectos concretos, como la actuación de inversores institucionales, la emergencia de nuevos productos y la desintermediación, han motivado la compresión de los márgenes de los intermediarios financieros y han introducido ciertas dosis de fragilidad en el sistema, que se ha visto potenciada por factores exógenos, como la reciente crisis de las entidades bancarias japonesas y el ciclo económico bajista mundial. La contrapartida favorable de todo ello ha sido el estímulo de la eficiencia de las entidades financieras y la mejora continuada de su solvencia en perspectiva histórica. En cuanto al control y la supervisión de las entidades financieras, el nuevo entorno competitivo, dotado de mayor volatilidad, acrecienta la responsabilidad de las propias entidades en cuanto al establecimiento de mecanismos idóneos de control interno, así como el de los organismos públicos de supervisión, que deben seguir afrontando el reto de la coordinación en sus normas y mecanismos de actuación, y el de la implantación de medidas de protección de los inversores.

3.^{a)} En ese contexto globalizado, los mercados financieros internacionales son los árbitros de la coyuntura económica y los jueces de los fundamentos de las economías nacionales, al introducir una evaluación objetiva, a medio y largo plazo, de los efectos esperados de las políticas económicas nacionales mediante los diferenciales en las primas de riesgo. En el corto plazo, esos mercados no están exentos de evaluaciones erróneas, pero sus oscilaciones tienden a corregirse con rapidez. Y en cuanto a los factores extraeconómicos, sólo afectan a las evaluaciones de los mercados en cuanto a la potencial incidencia económica de los errores de gestión que puedan cometer los gobiernos nacionales.

4.^a) La importancia actual de los mercados de productos derivados y la incidencia en ellos de determinados casos de actuaciones fraudulentas por parte de operadores concretos están en el origen de un debate que tiende a acentuar los riesgos que suponen esos productos, por su complejidad técnica y su elevado apalancamiento, y a minusvalorar su utilidad en la diversificación de los riesgos de las carteras de productos subyacentes. Pero el balance entre ventajas e inconvenientes de los derivados puede considerarse positivo: incrementan la eficiencia global del sistema financiero y resaltan la responsabilidad de los gestores de las entidades financieras en su creación y negociación, al exigirles una elevada cualificación técnica y la implantación de mecanismos de control interno sobre la posición de riesgo que en cada momento ocupa su entidad.

5.^a) En el proceso de convergencia con Europa de la economía española, nuestras instituciones financieras ocupan una posición adelantada y preeminente, tanto por su solvencia, rentabilidad e implantación de mercado actuales como por su dimensión relativa, catálogo de productos y especialización. Son pioneras en la iniciación efectiva de ese proceso, que les ha supuesto una rápida compresión de sus márgenes de resultados, pero también un esfuerzo de productividad, que ha elevado la eficiencia global del sistema financiero.

6.^a) La funcionalidad del sistema financiero, en cuanto a la canalización eficiente del ahorro hacia el sistema productivo de la economía, descansa más en el sistema crediticio que en los mercados de capitales, y se ve distorsionada por unas necesidades insosteniblemente cuantiosas y persistentes de financiación del déficit público, que acaban perjudicando en última instancia, en costes y restricción del crédito, a las empresas no financieras, fuertemente afectadas, además, por el ciclo bajista que culmina en 1993. Pese a la recomposición de los recursos propios de las empresas en los dos últimos años, subsisten las dificultades financieras para las inversiones productivas de las PYME y de los particulares que no pueden ofrecer activos reales en garantía. Ante esto, deben fomentarse las políticas económicas horizontales de apoyo al sector empresarial, y en particular a las PYME, que eviten la vía de la subvención, que siempre estimula la ineficiencia de los agentes, y que apuesten en lo financiero por la transparencia de los mercados de crédito, la potenciación del acceso de las empresas a los segundos mercados de capitales, y el desarrollo de los sistemas de financiación basados en el capital-riesgo y las garantías recíprocas.

7.^a) La innovación tecnológica y el desarrollo de las telecomunicaciones están propiciando cambios sustanciales en la actividad bancaria tradicional, sobre todo en el segmento minorista. Estos cambios vienen exigidos por la dinámica del mercado y el cambio de mentalidad de la clientela, y van a exigir un esfuerzo de adaptación de las organizacio-

nes internas de las entidades financieras: en la formación y el reciclaje de su personal, en la reestructuración de sus funciones y en la apuesta por el *front office* en las redes de sucursales y el *back office* unificado en las sedes centrales, como forma de minorar los costes de transformación.

8.^{a)} La fiscalidad del ahorro incide de forma compleja e imprecisa sobre los procesos de su acumulación en el ámbito macroeconómico, pero de forma inmediata y tangible sobre los diversos productos financieros que se ofertan a los ahorradores, introduciendo agravios comparativos entre sus rentabilidades efectivas financiero-fiscales. Esta distorsión del proceso de asignación del ahorro es común a todos los países de la UE, a causa de las dilaciones y procesos transitorios en la plena armonización fiscal; pero esa similitud de problemas no puede ocultar los efectos perniciosos que tal distorsión implica sobre los activos financieros con rendimientos explícitos y, con ellos, sobre la mayor parte de los instrumentos financieros emitidos por las empresas no financieras.

9.^{a)} Dentro de la perspectiva general de los mecanismos de relación entre el ahorro y sus colocaciones productivas, el actual modelo español muestra un elevado grado de bancarización, que ha venido dado por las circunstancias históricas de evolución del sistema financiero y las empresas españolas. Salvo los mercados de deuda, que ostentan un protagonismo excesivo, el resto de los mercados españoles tiene una dimensión reducida, ya se comparen con los mercados anglosajones o con los de los países desarrollados en general. Se observa, asimismo, un peso muy reducido de los mercados de renta fija privada y de los intermediarios financieros no bancarios, especializados en el crédito finalista a las empresas. A medio plazo, sin embargo, son de esperar transformaciones en el modelo vigente, de la mano de la desintermediación y del fomento de los segundos mercados de capitales, en el sentido sugerido por las iniciativas comunitarias para fomentar el acceso a recursos financieros permanentes por parte de las empresas.

10.^{a)} Finalmente, la Europa integrada que prefigura la UEM debe seguir siendo el objetivo irrenunciable del sistema financiero y la economía real españoles. El innegable esfuerzo que todavía va a suponer para todos los agentes económicos y sociales, públicos y privados, tiene la contrapartida de la integración de nuestro país en el privilegiado grupo de naciones que apuestan por el crecimiento sostenible de sus economías, en un marco de estabilidad de precios y de rigor y disciplina de sus políticas económicas, que es el único que puede propiciar la creación de empleo en el medio y largo plazo. España debe estar en el grupo de países que aprueben el examen de convergencia y accedan en primera instancia a la UEM y la moneda única. En otro caso, el desánimo y la relajación de la disciplina fiscal y monetaria que intro-

duciría la no incorporación desatarían la especulación contra nuestra moneda en los mercados de cambios, restringirían la entrada de capitales foráneos y perjudicarían nuestro crecimiento y la generación de empleo. De cara a ese objetivo, y en resumen de los contenidos de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, nuestro sistema financiero tiene una primera y principal obligación en el continuo estímulo de su eficiencia interna para minimizar sus costes de transformación en el proceso de canalización del ahorro, en volúmenes y costes adecuados, hacia las inversiones productivas que demanda nuestra economía real.