

Cuestionario

1 La entrada en vigor de la Ley de Autonomía del Banco de España ha resaltado el énfasis de la autoridad monetaria en el control de la inflación, mediante la fijación de objetivos directos basados en su tasa de evolución. ¿Qué importancia le concede usted a esta nueva orientación, desde la perspectiva de las actuaciones de los agentes económicos y desde la de los efectos finales sobre el crecimiento de la economía española?

2 Actualmente se extiende la opinión de que las crecientes dosis de internacionalización y liberalización que caracterizan a los sistemas financieros desarrollados, como pueda ser el español, introducen nuevos problemas de fragilidad financiera y nuevos retos para la supervisión de las autoridades monetarias. ¿Qué piensa usted al respecto?

3 Se suele afirmar, a raíz de las tensiones padecidas durante los últimos años en los mercados financieros internacionales, que éstos son los árbitros de la coyuntura económica y los jueces de los fundamentos de las economías nacionales. ¿Qué ponderación otorga usted a esas valoraciones externas de la economía española por los mercados de divisas y de deuda, frente a la situación económica interna y sus expectativas de futuro? ¿Cómo inciden en esa valoración los factores de incertidumbre extra-económicos?

4 La importancia de los mercados de productos derivados, y la incidencia en ellos de determinados casos de actuaciones fraudulentas por parte de operadores concretos, han generado un debate sobre los riesgos acrecentados que suponen esos productos derivados para los agentes que operan en ellos sin la debida cualificación técnica, o sin la utilización de sistemas de control idóneos. ¿Cuál es su opinión sobre el papel de los productos derivados en los sistemas financieros desarrollados, sobre los riesgos implicados en su operatoria y sobre los mercados de activos financieros subyacentes? ¿Pueden condicionar esas actuaciones fraudulentas un rechazo social hacia el uso de los derivados?

5 ¿Cómo juzga usted el proceso de convergencia de las instituciones financieras españolas de cara a la implantación del espacio económico y financiero integrado en la Unión Europea? Más en concreto, ¿qué opina de la adecuación a ese proceso de los principales agregados de entidades de depósito españolas? ¿Y de la posibilidad de que España no se encuentre entre los países que accedan en primera instancia a la UEM?

6 Entre las principales funciones de un sistema financiero, se reconoce la de canalizar eficientemente el ahorro hacia el sistema productivo de la economía. ¿Qué piensa acerca del cumplimiento de

esa función en el caso español, desde la perspectiva de las necesidades actuales de las empresas españolas para consolidar el proceso de reactivación económica? ¿Estima que algunos sectores o grupos de empresas se ven especialmente perjudicados en su acceso a la financiación en los momentos actuales?

7 La innovación tecnológica y el desarrollo de las telecomunicaciones están propiciando cambios sustanciales en la actividad bancaria minorista tradicional. ¿Qué efectos tienen, en su opinión, sobre la organización interna de las entidades de depósito y sobre su posicionamiento comercial ante el mercado?

8 La fiscalidad del ahorro y de los diversos productos financieros puede introducir factores disuasorios para aquél y agravios comparativos en la rentabilidad financiero-fiscal de los activos financieros. ¿Cree usted que se producen esos efectos en la situación actual del sistema financiero español? ¿Y en la comparación del caso español con los restantes países de la UE?

9 Dentro de la perspectiva general de los mecanismos de relación entre el ahorro y sus colocaciones productivas, ¿cómo ve usted el actual modelo español? ¿Sugeriría alguna modificación en el peso que en dicho modelo de relación tienen las entidades de crédito y los mercados bursátiles?

Manuel Conthe

Secretario de Estado de Economía

La Ley de Autonomía del Banco de España marca una orientación acertada y positiva, inspirada directamente en el Tratado de la Unión Europea. Me parece también acertado que el Banco de España, desde finales del año pasado, haya decidido articular en lo concreto esa orientación general de la Ley de Autonomía, fijando unos objetivos a medio plazo en materia de inflación.

Hay que constatar, afortunadamente, que el Banco de España parece que va a lograr que se cumplan los objetivos de inflación. En 1994 formuló como objetivo lograr una moderación en el crecimiento de precios de 1996 en una horquilla entre el 3,5 y el 4 por 100. Con los datos actuales, parece plenamente verosímil y posible que eso ocurra; y esto es, hasta cierto punto, un éxito atribuible al Banco de España.

No creo que pueda hablarse de fragilidad financiera; lo que sí puede ser cierto es que en un mercado muy abierto al exterior, en el que además hay una institucionalización notable en las decisiones de inversión, haya un número limitado de operadores que tomen decisiones de gran volumen.

En estos momentos, los mercados financieros, tanto los de divisas como los de bonos, son mucho más volátiles que en el pasado. Este es un hecho inevitable al que todos nos hemos venido acostumbrando.

La práctica totalidad de los países industrializados hemos incurrido, en los últimos años, en déficit presupuestarios significativos, por lo que ha sido inevitable apelar a los mercados de capitales. En estas circunstancias, estamos, de alguna manera, a expensas de las tendencias de los mercados en cada momento.

De ahí que si un país quiere quedar al abrigo de turbulencias financieras o de los vaivenes de los mercados financieros debe presentar una situación presupuestaria saneada, que no le obligue a acudir en cantidades masivas a los mercados de capitales.

Los estados y las administraciones públicas debemos atenernos a los tipos de interés y las tendencias prevalecientes en cada momento. Los mercados financieros hacen una valoración sintética de lo que creen que va a ser el futuro de la política económica en un país determinado. Al hacer esa valoración

sintética, como vemos que hacen habitualmente las agencias especializadas, se toman en cuenta muchos factores. Entre esos factores no dejan de estar presente las convicciones y las orientaciones del gobierno. También se tienen en cuenta las ideas económicas que prevalecen en un país, y que son expresadas por los representantes de sus múltiples Instituciones.

Se puede constatar que países con alto grado de volatilidad política, como Bélgica o Japón, tienen una envidiable estabilidad en sus mercados financieros y de divisas. En estos casos, los cambios políticos no afectan a un consenso básico que existe sobre política económica. Sólo aquellos factores extraeconómicos que ponen un signo de interrogación sobre la política económica de un país son relevantes para los mercados financieros. Esta es una de las virtudes de la autonomía de los bancos centrales, puesto que logra que la política monetaria se oriente con objetivos a medio plazo. Y esto tiene un efecto balsámico en los mercados financieros, que así saben que la política económica y, especialmente, la política monetaria van a ser independientes de la coyuntura política de cada momento.

Los productos derivados hacen más eficientes los mercados financieros, y hacen que los precios y los tipos de interés se adapten, con enorme rapidez, a las expectativas y las informaciones que llegan a los mercados en cada momento. Los productos derivados, al hacer más rápidas las reacciones de los mercados, pueden generar, en algunos casos, mayor volatilidad en los precios. La eficiencia puede así, paradójicamente, traducirse en mayores oscilaciones de los precios de los activos a corto plazo.

Por otro lado, los derivados son instrumentos extremadamente eficientes, en la medida en que permiten un alto grado de apalancamiento. Esta posibilidad puede provocar un gran riesgo para quienes usen mal estos instrumentos. Por ello, los productos derivados exigen ser tratados por agentes que posean una preparación adecuada.

El sector financiero, en su conjunto, tanto en lo relativo a las entidades de crédito como al mercado de valores, ha sido uno de los que hace más tiempo, y con mayor profundidad, se vienen preparando para el mercado financiero único. El sector financiero siempre ha estado en vanguardia de la liberalización, y como fruto de ésta, se encuentra perfectamente adaptado al mercado único y a la futura unión monetaria. La unión monetaria creo que supondrá un estadio adicional de competencia. Se pondrá a prueba, especialmente, el mercado de valo-

res nacional, puesto que con la integración se producirá una marcada tendencia a la concentración de los mercados financieros. Será una prueba de fuego bastante más intensa que la que provocó el mercado de inversión único.

En cuanto a la incorporación a la unión monetaria, el año clave será 1997. En estos momentos, casi ningún país europeo cumple los criterios de convergencia, pero somos varios los países que tenemos una razonable posibilidad de cumplir las condiciones de convergencia en 1997.

Si España no pudiera incorporarse a la unión monetaria, no sería una catástrofe, pero efectos favorables no tendría ninguno. La no integración podría interpretarse como una clara señal de fracaso, y los mercados entenderían, posiblemente, que España no tiene resueltos parte de sus problemas económicos. En todo caso, si un país no cumple ciertas condiciones, es imprudente que se integre en un área monetaria.

La autofinanciación de las empresas ha mejorado sensiblemente en los últimos tiempos. En estos momentos, las decisiones de inversión son más independientes de la coyuntura financiera y monetaria, puesto que la situación patrimonial y la de balance de las empresas son más saneadas. En estas circunstancias, se pueden acometer planes de inversión sin apelar a la financiación externa.

La financiación ajena, en el mercado español, depende esencialmente de la industria bancaria, y no tanto del mercado de valores. El acceso al crédito de los agentes, ya sean consumidores o empresas, se hace hoy en día en condiciones competitivas. Obviamente, a los prestatarios nunca les gusta el tipo de interés que se les aplica. En España, especialmente en segmentos como el hipotecario, existe una competencia notabilísima y visible. Si los tipos de interés en esas operaciones no son más bajos, se debe a los márgenes de intermediación inherentes a cualquier tipo de operación financiera.

Por otra parte, está en estudio la puesta en marcha de normativas para el desarrollo de la Ley de Sociedades de Garantía Recíproca, para facilitar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas.

En resumen, por tanto, yo creo que el sector financiero en España es bastante competitivo, y que nuestros problemas hay que buscarlos, más bien, en las rigideces que sufrimos en otros sectores.

La expresión «fiscalidad del ahorro» es bastante equívoca, puesto que de lo que hablamos es de tributación de ren-

tas de capital, y éstas no siempre se generan con ahorro.

Según han constatado la OCDE, el FMI y otras organizaciones internacionales, la fiscalidad tiene un efecto bastante moderado sobre el ahorro, entendido, en el sentido macroeconómico, como la parte de la renta que no se consume. El ahorro de las familias, como indica el señor Keynes, depende de muchos factores y no tanto de la fiscalidad.

Otra cuestión es el efecto que tiene el actual régimen de tributación sobre las rentas del capital y, específicamente, sobre los distintos instrumentos financieros. La inversión o, si se quiere, el ahorro se desplaza, lógicamente, hacia aquellos instrumentos financieros que presentan mejores condiciones tributarias. En España, especialmente para los contribuyentes de rentas altas, los fondos de inversión tienen un trato bastante favorable frente a otros instrumentos financieros más clásicos como los depósitos o la compra directa de instrumentos financieros. Esto explica el crecimiento significativo de los fondos de inversión en los últimos tiempos.

Por su parte, los fondos de pensiones también tienen un tratamiento fiscal bastante favorable, aunque la iliquidez consustancial al producto ha provocado un éxito más moderado de los mismos. Pero, en términos comparativos, la situación en España es bastante favorable, y equiparable a la de otros países europeos.

Finalmente, hay que decir que un hecho especialmente afortunado es la creación de los fondos con compromiso de revalorización, que crean una demanda estable de valores a largo plazo, tienen un efecto estabilizador sobre el mercado y un efecto virtuoso: la gente entra en los fondos, y se compran valores cuando los tipos de interés son altos.

En España, el mercado bursátil de renta variable está poco desarrollado, como consecuencia de la implantación en nuestro país del modelo continental-germánico frente al modelo anglosajón. Tenemos así un modelo en el que el sector bancario es el vehículo de intermediación predominante, aunque ha habido algunos ejemplos recientes, moderados, de desintermediación, como los fondos de inversión.

Por ello, los mercados de valores, con excepción del de deuda pública, juegan un papel modesto en España en comparación con la industria bancaria: bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. El mercado de deuda pública tiene, quizás, un protagonismo excesivo en comparación con paí-

ses como Estados Unidos o el Reino Unido, donde los mercados de renta fija privada y de renta variable tienen mucha mayor pujanza.

Luis Carlos Croissier

Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Desde el punto de vista de los agentes económicos, centrar los objetivos en el logro de la estabilidad en los precios afectará positivamente a la formulación de sus expectativas, a través de la disminución de la incertidumbre. En un contexto como el actual, de recuperación económica, ello es especialmente importante, dada la incidencia que tiene la formación de expectativas sobre las decisiones a largo plazo, y en especial sobre las de inversión.

Actualmente, ya iniciado el período de recuperación económica, el control de la inflación se manifiesta como un aspecto primordial a perseguir, para evitar que las tensiones inflacionistas que pueden acompañar al período de expansión dificulten ésta. Precisamente, uno de los fundamentos en los que se basa el hecho de que el Banco de España deba poner el énfasis en el control de la inflación es la convicción de que el crecimiento a largo plazo de la economía ha de venir acompañado por la estabilidad en los precios.

No obstante, se debe tener en cuenta que para el logro del objetivo de la política monetaria es necesaria la coordinación de las distintas políticas a llevar a cabo. En este sentido, la fijación de la estabilidad de precios como la finalidad de la política monetaria supone un paso adelante para el logro de la estabilidad macroeconómica, pero ello no será posible sin el apoyo del resto de políticas.

Desde el punto de vista de la supervisión, los procesos de internacionalización y liberalización de los sistemas financieros han supuesto un reto para los mecanismos de supervisión. La evidencia de que la globalización de los mercados limita la capacidad de las autoridades económicas para influir sobre la actividad de las instituciones ha llevado a la toma de medidas con fines prudenciales no intervencionistas. En esta vía, se ha intentado fortalecer la solven-

cia de las entidades financieras, y se han establecido criterios para que la información económica-financiera sea consolidada.

El proceso de internacionalización también ha resaltado la necesidad de cooperación de las autoridades reguladoras y supervisoras, y de homogeneización de los principios orientadores de la regulación. Así, en el ámbito europeo, se está trabajando en el establecimiento de criterios comunes para el control de riesgos. En el caso de los mercados de valores, tanto en el seno de la Unión Europea como en IOSCO, también se trabaja para mejorar la cooperación entre las autoridades reguladoras tanto de forma regular como ante situaciones de crisis.

Por último, los procesos de liberalización también han resaltado la importancia de las medidas de protección a los inversores, a través del aumento de la transparencia, la difusión de la información y, especialmente, el establecimiento de códigos de conducta dentro de las entidades.

Ni hay que desestimar las evaluaciones de los mercados ni tampoco hay que magnificar su importancia. Las tensiones que se puedan producir en los mercados de divisas y de deuda pueden revelar, en parte, la desconfianza que puedan sentir los inversores sobre la situación económica y política nacional. Así, los mercados pueden reaccionar ante políticas que se evalúan como inconsistentes o insostenibles. Pero también los mercados se equivocan en su juicio, así como pueden tener reacciones excesivas que pasan a corregirse posteriormente. De modo que las ponderaciones tendrán que realizarse en cada caso concreto, siendo difícil establecer un criterio general.

Uno de los principales papeles que se concede a los productos derivados es su contribución a la gestión de las carteras, y especialmente a la gestión del riesgo de éstas, ampliando así las posibilidades de inversión. Además, los derivados proporcionan al mercado fuentes de información adicionales, al ser sus precios expectativas de precios futuros y volatilidades.

Por otra parte, la utilización de los derivados lleva implícitos riesgos que pueden ser más altos debido al elevado apalancamiento que permiten. Los últimos acontecimientos han resaltado la importancia del riesgo operativo. Éste parece haber sido el causante de las grandes pérdidas que han sufrido determinadas empresas, lo que indica la importancia del control interno de las propias empresas.

Con respecto a los mercados de activos financieros subyacentes, la incidencia de los

derivados sobre la volatilidad de los mercados subyacentes no está clara. Existen ejemplos tanto de aumento como de disminución de ésta. Por otra parte, parece lógico que ante variaciones en el contexto económico se ajusten más rápidamente aquellos mercados cuya operativa sea más ágil. En este caso, serían los mercados de derivados.

5 El avance hacia un espacio financiero común ha provocado, ya desde hace un cierto tiempo, un aumento de los niveles de competencia entre las instituciones financieras españolas, con el objetivo de ir ganando terreno en los mercados nacionales. Ello ha supuesto la reducción de sus márgenes operativos y la búsqueda de nuevos negocios.

La reducción de los costes operativos y de aumento de la productividad, unida a las ventajas que presentan en cuanto a recursos propios y rentabilidad, deberían crear un marco adecuado para que las entidades de depósito españolas se enfrenten a la competencia que facilita el mercado único europeo. La no inclusión de España en la UEM en una primera etapa es preocupante, mucho más por lo que significaría de no haber sido capaces de alcanzar los criterios de convergencia que por su impacto en las entidades financieras.

6 Comenzando por un contexto general, en el caso español esta función se ve condicionada por las necesidades del sector público, que influyen sobre el volumen de recursos que el sistema financiero pueda proporcionar al sistema productivo. Si nos ceñimos al flujo de ahorro canalizado hacia el sector productivo a través del mercado de valores, su eficiencia implica la existencia de una variedad de activos financieros y de unos mercados eficientes que les proporcionen liquidez en un marco seguro de negociación. Desde esta perspectiva, el desarrollo en los últimos años de diversos mercados y de nuevos productos, unido a la mayor transparencia del mercado en su conjunto, ha contribuido a mejorar la eficiencia de ese proceso. Pero todo ello dentro de un marco general de mayor recurso de las empresas al crédito bancario que a los mercados de capitales.

7 Los cambios que se están produciendo en la actividad bancaria minorista tradicional llevan implícito un cambio de mentalidad de la clientela en relación con la forma de realizar sus operaciones del día a día, como pueden ser reintegros, traspasos, compras de valores o simplemente la puesta al día de sus cuentas. Con este nuevo enfoque, se pretende liberar al personal de las entidades de depósito de labores rutinarias, para centrarlo en labores comercia-

les. Ello supone un reciclaje de los recursos internos de las entidades, ya que la estructura de cajeros-administrativos-comerciales se invierte, para pasar a tener una mayor preponderancia el aspecto comercial, elevándose los niveles de cualificación profesional.

Desde el punto de vista del posicionamiento comercial, las entidades se han vuelto más agresivas, buscando, con el lanzamiento de nuevos productos, la ganancia de cuotas de mercado, lo que va unido al aumento de las comisiones por venta de productos como alternativa al estrechamiento de márgenes, dejando que la tecnología realice las actividades menos remuneradas.

8 La relación, especialmente en términos globales, entre presión fiscal, tasa de ahorro e inversión no es algo precisamente muy sencillo. Ahora bien, la incidencia de la tributación sobre los diversos productos financieros es directa y casi diría que fulminante, determinando su éxito o desaparición. No obstante lo cual, la libertad de movimientos de capital incide de un modo directo en reducir las posibilidades de discrepancia en el tratamiento fiscal de los productos, y ciertamente juega a favor de la reducción de la presión fiscal sobre las rentas del capital.

9 Aunque en España el ahorro se sigue colocando principalmente en depósitos bancarios, la tendencia en los últimos años ha supuesto una reducción nada desdeñable de su peso relativo en favor de los fondos de inversión, cuyo patrimonio está altamente concentrado en deuda pública. En este contexto, los emisores de los mercados primarios sufren las consecuencias de un mercado reducido. Un mayor interés por parte de los inversores en la cartera de valores privada redundaría, tal vez, en el abaratamiento de los costes de financiación de las empresas. Pero también las emisiones privadas deberían mejorar en cuanto a la liquidez de sus emisiones, que depende no sólo de las características técnicas de los mercados, sino también de cuestiones como la estandarización y el volumen de las emisiones.

José Luis Malo de Molina

Director General del Banco de España

1 El nuevo esquema de política monetaria que se deriva de la Ley de Autonomía del Banco de España encomienda al banco emisor velar por la estabilidad de los precios. Este hecho tiene la virtualidad de hacer mucho más explícito ante la opinión pública y ante los agentes económicos que el objetivo fundamental de la política monetaria del Banco de España es el de la disuasión anti-inflacionista.

Esta nueva situación ha provocado un clima de estabilidad y una tendencia inflacionista a la baja que propicia un crecimiento sostenido de la economía.

2 Es cierto que la creciente liberalización e integración internacional de la economía española y la competencia en los mercados financieros provocan una cierta compresión de los márgenes de explotación de las entidades, lo que se traduce en una mayor fragilidad.

Este enfoque tiende a ocultar otro aspecto que, en mi opinión, es más importante; la liberalización y la integración internacional de la economía española obligan a conseguir una mayor eficiencia en el uso de los recursos y a la puesta en marcha de nuevos mecanismos para cubrirse de los riesgos. Estos riesgos hay que tratarlos adecuadamente, de forma que no supongan un peligro para la estabilidad. En todo caso, no es posible la vuelta atrás en el camino de la liberalización mediante un mayor intervencionismo.

La política económica debe establecer mecanismos prudenciales adecuados para evitar lo que se denomina «riesgos sistémicos o efectos de contagio». Es decir, unos mecanismos que, si bien no pueden pretender evitar las crisis financieras que, de alguna forma, son ineludibles, puedan constituir una red de seguridad.

El sistema financiero tiene que evitar que las crisis de algunas instituciones —que, por cierto, son inevitables— se generalicen y contagien a otras, creando una crisis del sistema financiero en su conjunto, lo que tendría, eso sí, graves consecuencias.

3 Creo que, a largo plazo, los llamados factores fundamentales de la economía son los principales determinantes de la evolución de los mercados. Sin embargo, es cierto que el desarrollo de alguna de las innovaciones recientes ha podido exa-

cerbar las tendencias de los mercados. En un momento de sobre-reacción de los mercados, se diría que el individuo actúa de forma gregaria, y donde va uno... van todos.

La aparición de nuevos factores como los inversores institucionales agudiza los riesgos de sobre-reacción, conductas de rebalzo o expectativas auto-confirmables.

Las experiencias recientes deben conducir a que los mercados sean conscientes de que hay riesgo en las dos direcciones. Los mercados también se equivocan y pueden incurrir en pérdidas. La última crisis monetaria de 1995 es un ejemplo de sobre-reacción en la cotización de la peseta.

Las autoridades deben aprender que, en este contexto, es preciso aplicar con firmeza la disciplina.

Los productos derivados están rodeados de una aureola de peligrosidad que se deriva de que son productos técnicamente complejos y del alto grado de apalancamiento con el que se permite operar.

Sin embargo, los riesgos de los productos derivados son similares a los que comportan otras operaciones financieras aparentemente más convencionales, pero que también pueden realizarse en los mercados liberalizados.

En algún caso, la utilización de productos derivados acentúa las posibilidades de fraude, pero este riesgo está siempre presente en los intercambios financieros. Si se toman riesgos excesivos, se puede poner en peligro la liquidez y la solvencia de los intermediarios.

Los derivados son hoy uno de los principales instrumentos que utilizan los agentes económicos para protegerse frente a los nuevos riesgos en los mercados.

Los órganos de dirección de las entidades que trafican con estos productos deben disponer del capital humano y técnico necesario para evaluar y controlar los riesgos en los que en cada momento incurren.

En cualquier caso, ni una mayor regulación ni los supervisores pueden suplantar a los gestores de las entidades financieras que operan en los mercados de derivados.

Se ha producido un avance muy importante en la preparación de las entidades españolas para incorporarse al espacio económico integrado de la UE. Este avance se resume, a grandes rasgos, en los siguientes puntos:

1. Adecuación de la dimensión y de la implantación geográfica de las entidades.
2. Desarrollo de una amplia gama de pro-

ductos de activo y pasivo para retener y ampliar la clientela.

3. Mediante el desarrollo de un esquema de especialización de las instituciones, se registra una mejor adaptación a los segmentos del mercado.

No cabe duda de que este proceso ha provocado una cierta compresión de los márgenes de explotación respecto a las elevadas ratios de rentabilidad de las que se partía. Pero, en todo caso, puede afirmarse que la situación de las entidades es sólida.

Una eventual exclusión de España de la primera velocidad de la UE sería, en principio, negativa para el sistema financiero español. Pero, si ocurriera, no debería dramatizarse en exceso. Se debe tener en cuenta que, según el Tratado de Maastricht, la exclusión de la primera velocidad —es decir, la denegación de la entrada en la unión monetaria— es una circunstancia transitoria, subsanable en un momento posterior.

La mejor forma de minimizar el impacto negativo de una eventual situación de esas características sería redoblar los esfuerzos de convergencia.

Podría ocurrir que la exclusión del grupo de cabeza se tradujera en una relajación del esfuerzo de convergencia: en ese caso, las consecuencias serían graves para la economía española.

El sistema financiero español está cumpliendo, a mi juicio, cada vez mejor su función canalizadora del ahorro hacia la inversión.

Se debe resaltar que la recuperación actual se está produciendo en un contexto de notable incremento del ahorro del sector privado, tanto de las familias como de las empresas, y todo ello enmarcado por un notable protagonismo de la inversión.

El incremento del ahorro del sector privado se deriva, en parte, del ajuste cíclico posterior a la etapa precedente de recalentamiento y posterior recesión. Refleja, también, nuevos aspectos estructurales de la conducta de los agentes: estabilidad macroeconómica; actitud más precavida de los agentes frente al futuro, que se desprende, probablemente, del aumento de los niveles de bienestar de la sociedad, y conciencia de incertidumbre sobre algunos esquemas de protección social.

Para que este cambio estructural se haya materializado, ha sido también decisiva la existencia de un sistema financiero con capacidad para ofrecer alternativas atractivas al ahorro privado. La diversificación de los activos financieros, la adecuada combinación de rentabilidad y liquidez que ofrecen,

y sus oportunidades de revalorización, han sido factores decisivos de una actitud más propensa al ahorro por parte de los particulares y su materialización, en gran parte, en productos bancarios o productos comercializados por bancos y cajas de ahorros.

Por lo que se refiere a la financiación de la inversión, es cierto que el aumento de la morosidad que se produjo durante la crisis ocasionó un incremento de las necesidades de provisionamiento por parte de las entidades de crédito, y la consecuente compresión de los márgenes de intermediación. Esta situación ha propiciado una actitud más cauta, que se traduce en una búsqueda de la mayor calidad en las inversiones de activos.

Estas inversiones de activos tienden a canalizarse prioritariamente hacia las grandes empresas solventes y hacia las familias que puedan aportar garantías reales con las que hacer frente a sus pagos.

Las empresas de menor dimensión o en dificultades y las familias sin activos de garantía pueden encontrar mayor dificultad de financiación. Sin embargo, este cierto estrechamiento en algunos tipos de financiación no tiene efectos graves sobre la recuperación económica.

Estas transformaciones vienen determinadas por una doble exigencia: desde la clientela y desde la competencia.

Mediante la innovación tecnológica, se trata de conseguir: una mayor racionalización de los costes de explotación, una mejora en el control del riesgo, mayor oferta de productos, y todo ello con vistas a fidelizar a la clientela y conseguir una mayor rentabilidad.

Las fórmulas de ahorro que ofrece la economía española han mejorado notablemente.

Como telón de fondo habría que señalar que, en el contexto internacional, la economía española se caracteriza por aplicar una fiscalidad relativamente elevada a los rendimientos del capital. La retención en origen coloca en situación desfavorable a los inversores locales, lo que es fuente generadora de una cierta tendencia a la deslocalización del ahorro. Se puede señalar que en el sistema fiscal español hay alguna distorsión proveniente del distinto tratamiento que tienen los activos.

Se debe resaltar que, entre las fórmulas de ahorro, los fondos de inversión han alcanzado, sin duda, un protagonismo excepcional.

Un último factor a tener en cuenta es la diferencia existente en el tratamiento fiscal

de las letras del Tesoro, sometidas a retención, pero sin que ello afecte a los no residentes.

El sistema financiero español, en comparación con otros, se encuentra relativamente bancarizado. Quizá su laguna más importante sea la inexistencia de mercados suficientemente desarrollados para la renta fija privada.

En el resto de los aspectos, la situación actual de nuestro sistema financiero es satisfactoria.

Braulio Medel Cámara

Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros

Se trata de una orientación muy positiva, por cuanto confiere una gran credibilidad al objetivo de lucha contra la inflación. A este respecto, cabe señalar la existencia de cierta evidencia internacional en el sentido de que aquellos países con mayor autonomía de los bancos centrales son también los que suelen obtener mejores resultados en el terreno de la estabilidad de los precios. De hecho, la institucionalización de la independencia de los bancos centrales en los países de la Unión Europea ha propiciado una mayor credibilidad a la orientación de la política económica hacia la estabilidad, y ha favorecido una mayor convergencia de las tasas de inflación.

Por otro lado, recientes investigaciones econométricas han puesto de relieve que la tasa de inflación relativamente elevada de la economía española, en comparación con los países de su entorno, ha incidido de manera negativa en su senda de crecimiento en las últimas décadas. De ahí que, en mi opinión, la consecución de un marco de estabilidad de precios pueda crear las condiciones para permitir un mejor aprovechamiento del potencial de crecimiento de nuestra economía.

Como es bien sabido, la liberalización de los sistemas financieros en los países industrializados ha favorecido un notorio incremento de la competencia. Este cambio estructural ha provocado en algunos casos una situación de «fragilidad financiera», pero no hay que olvidar el posible impacto ejercido por la fase de recesión económica. A este respecto, el sistema bancario

español es uno de los que muestran, aparentemente, una mayor sensibilidad de las tasas de rentabilidad al ciclo económico.

En el nuevo marco de actuación, en el que ya no es posible restringir las fuerzas del mercado, las regulaciones de carácter prudencial han sido generalmente fortalecidas y adaptadas al entorno competitivo. La realización de esfuerzos armonizadores en el ámbito internacional resulta imprescindible, al haberse acentuado la liberalización del sector financiero.

Lo verdaderamente importante, a medio y largo plazo, es la evolución de la economía real y que la recuperación económica esté asentada en sólidas bases. Ahora bien, no hay que soslayar las repercusiones indirectas que pueden derivarse de la percepción y reacción de los mercados de divisas y deuda, como diferentes episodios recientes han puesto de manifiesto. La incertidumbre sobre determinados aspectos extra-económicos de la vida de un país es evidente que sí puede representar un importante freno al proceso de reactivación económica.

En general, los productos derivados desempeñan un papel positivo de cara a la cobertura de riesgos. Tales productos permiten descomponer el riesgo financiero en sus distintos componentes y efectuar una gestión independiente de éstos. No tiene, por tanto, mucho sentido que esos instrumentos, concebidos para contrarrestar riesgos, se conviertan, por una utilización indebida, en una fuente incontrolada de nuevos riesgos. Ahora bien, no hay que perder de vista que los derivados son instrumentos, y no causantes de la posible utilización que pueda hacerse de ellos. En cualquier caso, la propia complejidad y versatilidad de algunos de estos instrumentos hace imprescindible contar en todo momento con una cualificación técnica adecuada y con unos rigurosos y ágiles mecanismos de control.

En otro orden de cosas, asistimos en la actualidad a un debate, aún no resuelto, acerca de las consecuencias de los derivados para la volatilidad de los activos subyacentes. El análisis de esta cuestión desde un punto de vista teórico no resulta concluyente, al ser posible la aparición de efectos de signo contrapuesto. Si se desciende al terreno empírico, los trabajos disponibles no concluyen, por regla general, que la introducción de derivados haya llevado aparejado un aumento de la volatilidad de los activos subyacentes. Por último, por lo que se refiere a España, recientes investigaciones han puesto de manifiesto que la importancia creciente de los futuros y opciones sobre deuda ha

permitido una reducción de la volatilidad de los precios del mercado al contado.

Desde hace años, las entidades financieras españolas vienen preparándose para hacer frente a las consecuencias del espacio financiero europeo, y cuentan en la actualidad con unos niveles de solvencia entre los más elevados de los países europeos. Precisamente en el alto grado de capitalización de las entidades bancarias españolas radica una de las razones de las comparativamente elevadas tasas de rentabilidad de aquéllas. Por lo que se refiere a las cajas de ahorros, al hilo del proceso de integración europea, han otorgado una importancia estratégica a la intensificación de la cooperación en el ámbito de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros, lo que permite compatibilizar el mantenimiento de los vínculos territoriales tradicionales con la disposición de una capacidad operativa de alcance continental.

Por otro lado, España, pese a su situación actual en relación con los criterios de convergencia, tiene aún posibilidades de encontrarse entre los países que accedan a la UEM en primera instancia, si bien este objetivo requerirá importantes esfuerzos en el curso de los dos próximos años.

El sistema bancario español dispone de una amplia red de oficinas, con un enorme potencial para la captación de ahorro entre todos los sectores de la población y en todo el territorio. Por lo que se refiere a las cajas de ahorros, han desempeñado un papel esencial en la financiación de la economía española durante los años de recesión económica, e igualmente a partir del inicio de la recuperación. La importancia de las PYME hace recomendable la adopción de un amplio abanico de medidas —no sólo financieras— que mejoren sus posibilidades de acceso a la financiación y permitan superar los obstáculos estructurales que padecen con carácter general en el conjunto de países europeos.

Efectivamente, la actividad bancaria tradicional se está viendo afectada a raíz del proceso de innovación tecnológica y del desarrollo de las telecomunicaciones. Entre otras consecuencias, se está asistiendo a una fase de adaptación, en la que tiende a perder cierto peso la capacidad de oferta tradicional y, por el contrario, a registrar una enorme expansión los nuevos medios de prestación de servicios, en particular los basados en la banca electrónica en sus diferentes vertientes. Asimismo, se está procediendo a un rediseño de las oficinas, con dedicación de un mayor espacio para la atención de la clientela y venta de servicios. La

potenciación de la segmentación comercial y la prestación de servicios adaptados a las necesidades de cada cliente son, igualmente, consecuencias de la nueva situación.

La combinación de tipos impositivos marginales elevados y el gravamen de los rendimientos en términos nominales puede llevar a tasas de rentabilidad real neta negativas. El diferente tratamiento de los activos financieros puede, de otro lado, introducir distorsiones en la elección entre las diferentes alternativas de colocación del ahorro. En particular, la situación actual en nuestro país introduce un sesgo en favor de los activos generadores de incrementos patrimoniales en lugar de rendimientos de capital mobiliario. En cualquier caso, la situación en España ha mejorado en los últimos años, aunque sólo sea por la bajada de la inflación. Además, se ha introducido una serie de aspectos positivos, como la reducción general aplicable en la base imponible del IRPF, el tratamiento fiscal de los fondos de inversión y de los planes de pensiones... No obstante, no han llegado a ponerse en marcha los planes de ahorro popular, que podrían haber tenido una incidencia positiva. Es evidente que, en un mercado económico y financiero integrado como el europeo, resulta imprescindible y urgente lograr una mayor armonización fiscal dentro de los países integrantes de la Unión Europea.

Las entidades de crédito representan en torno a las tres cuartas partes del conjunto de los activos financieros del sistema financiero español, y casi la mitad de los de la economía española. España es, por otro lado, uno de los países donde mayor importancia tiene la financiación de las entidades de crédito dentro del pasivo de las empresas manufactureras.

El desarrollo de los mercados de capitales es obvio que resulta necesario y conveniente en una economía avanzada. Ahora bien, no hay que pasar por alto el hecho de que la inmensa mayoría de las empresas españolas sólo tiene posibilidades efectivas de acceder a la financiación bancaria. De ahí que iniciativas como las promovidas desde la Unión Europea de cara a la promoción del desarrollo de mercados de capitales orientados a las pequeñas y medianas empresas resulten especialmente apropiadas. En los últimos años, los créditos bancarios, aun ocupando un papel de primer orden dentro del pasivo de las empresas no financieras españolas, han perdido peso en favor de los títulos de renta variable.

Manuel J. Lagares Calvo

Director General Adjunto
de la Confederación Española de Cajas
de Ahorros

A las preguntas que me formula creo que hay que responder afirmando, en primer término, algo bien conocido: que la inflación es siempre incompatible con el crecimiento sostenido. Esta afirmación, que cada vez es más evidente, pero que en muchas ocasiones se olvida, es necesario que se incorpore al conjunto de ideas subyacentes en políticos, empresarios, trabajadores y ciudadanos en general, pues todos deberían admitir como condicionante de cualquier política económica el objetivo de la lucha contra la inflación: con inflación resultará imposible sostener a largo plazo el crecimiento de la economía y, a partir de ahí, casi sobra todo lo demás.

Partiendo de esta premisa, es evidente que cuando el banco central de un país tiene a su cargo adecuar la política monetaria al control de la inflación como objetivo prioritario y con un elevado grado de autonomía, las expectativas de los agentes sociales respecto a este fenómeno descienden notablemente. Es un hecho comprobado que en todos los países en que existe un banco central independiente y beligerante la inflación es mucho más reducida. Por eso, la autonomía del Banco de España y su decidido esfuerzo para articular una política contra la inflación redundarán, de forma muy positiva, en el crecimiento de la economía española a largo plazo.

La liberalización y la globalización de los mercados están aumentando la competencia en el ámbito financiero hasta unos límites impensables hace tan sólo escasos años. Esta situación ha provocado procesos importantes de reestructuración interna en muchas entidades financieras y, en ocasiones, ha generado la apariencia de una mayor fragilidad en estas entidades, lo cual ha inducido a algunos a reclamar una más intensa supervisión por parte de las autoridades monetarias.

Sin embargo, una cosa son las apariencias y otra las realidades. Y esas realidades señalan que el sistema financiero de los países desarrollados —y, consecuentemente, las entidades que lo integran— son actualmente mucho más solventes y menos frágiles que lo eran hace una década. Los procesos de concentración, las reestructuraciones internas y las drásticas reducciones de costes han dado origen a entidades de crédito mucho más sólidas en todos los países.

Respecto a la mayor necesidad de supervisión, mi opinión es que el nivel que alcanza en Europa ha de considerarse como suficiente, pues ha coadyuvado notablemente al fortalecimiento de las entidades de crédito sin restringir en exceso la libertad necesaria para moverse con eficiencia en los nuevos mercados. Creo, por tanto, que no resulta necesario actualmente aumentar esos niveles de supervisión por parte de las autoridades, pero sí creo que ha llegado el momento de mejorar los controles internos de las propias entidades, porque en los controles internos —más que en la supervisión de las autoridades— es donde se encuentran las claves para reducir esa posible fragilidad que algunos estiman creciente.

El juicio de los mercados respecto a la coyuntura y a los fundamentos de las economías nacionales constituye una realidad que, guste o no, está marcando —y lo hará aún más en el futuro— la evolución diaria de las economías desarrolladas. Esas evaluaciones son esenciales en todos los países, y aún más en el nuestro, pues no podemos perder de vista que España necesita hoy, y seguirá necesitando también en el futuro, del ahorro exterior. De ahí que las primas de riesgos que estiman los mercados exteriores condicionen la evolución de los tipos internos y, en consecuencia, las posibilidades de crecimiento de toda economía avanzada. En este sentido, han de considerarse también como esenciales no sólo los fundamentales de nuestra economía, sino también todas las decisiones que permitan eliminar incertidumbres con respecto a su futuro, porque permitirán reducir esa prima de riesgos que los mercados internacionales evalúan permanentemente. Y en este sentido me parece perentoria la necesidad de todo aquello que permita despejar las incógnitas que todavía nos afectan respecto a nuestra participación en la unión monetaria europea entre los países del grupo de cabeza.

Los derivados son productos financieros que han venido a resolver graves problemas en la cobertura de riesgos. Desde ese punto de vista, los derivados cumplen una función que ha de calificarse como de insustituible en el mundo de hoy. Sin embargo, también es cierto que los derivados permiten y facilitan la especulación, acrecentando muy notablemente el riesgo —y también los posibles beneficios— de quienes los utilizan con esta última finalidad. De ahí la amplia polémica actual sobre el papel de los derivados y su influencia en la inestabilidad de los mercados en general, y especialmente de los mercados de los activos financieros subyacentes, polémica que

se ha visto reforzada con las consecuencias de algunos casos bien conocidos de uso incorrecto de estos productos.

Me parece que, dada la importante función que cumplen los derivados, la mejor forma de evitar un posible rechazo social respecto a su uso es la de alcanzar una mayor transparencia en las auténticas características y condiciones de los productos financieros que los incorporan. Creo que ese sería el mejor camino para evitar algunas actuaciones que, al haber inducido a error a los adquirentes, han podido provocar ese posible rechazo social y las exigencias de un mayor control sobre estos productos.

Las entidades financieras españolas se están tomando muy en serio la integración de España en la Unión Europea y la posibilidad de su pertenencia a la primera línea de la unión monetaria, y se están preparando intensamente para responder a los retos que esta integración implica. Obviamente, el proceso no puede ser instantáneo, y la adaptación llevará todavía algún tiempo, pero es evidente que las entidades financieras españolas están hoy mucho más próximas a las de otros países de Europa que lo estaban hace tan sólo unos años.

En el ámbito de nuestra economía en general, sin embargo, el proceso de convergencia no parece haberse tomado con tanto interés, e incluso da la impresión de que está rodeado de una cierta confusión. Por eso creo importante que, en el corto espacio que nos queda hasta la primavera de 1998, el país tome conciencia de lo que se juega si no logra situarse en el núcleo de cabeza de los que integren la futura unión monetaria. Si España quedase fuera de ese núcleo, probablemente experimentaría los efectos de una evaluación muy negativa de los mercados internacionales. Es posible también que nuestras autoridades se viesen tentadas, al no conseguir situarse entre los mejores, a abandonar la necesaria disciplina fiscal y monetaria. Estoy convencido de que todo eso haría mucho más difícil un crecimiento sostenido de la economía española en las próximas décadas y reduciría notablemente nuestros niveles relativos de bienestar. Me parece que nos jugamos en este envite mucho más de lo que algunos piensan.

Actualmente, el sistema financiero español cumple de una forma eficiente la función de canalizar el ahorro hacia el sistema productivo de la economía. Pero me gustaría añadir algo específicamente relacionado con las cajas de ahorros españolas, y es que estas entidades han venido desarrollando en nuestro país, de una forma ejemplar, la importante misión de movilizar

el ahorro de las clases más populares para integrarlo en los circuitos financieros.

Cuando se analiza la situación actual de algunos países en vías de desarrollo, en los cuales la población que dispone de cuenta en alguna entidad de crédito apenas si alcanza al 10 por 100 de sus habitantes, ciñéndose además casi exclusivamente a los situados en zonas urbanas, todavía hay que conceder mayor importancia al hecho de que las cajas de ahorros españolas hayan logrado integrar en los circuitos financieros regulares a la inmensa mayoría de la población de nuestro país, movilizándolo el ahorro de las clases populares y dirigiéndolo hacia la financiación de las inversiones productivas. Esto está siendo cada día más reconocido, y nuestro modelo de cajas, como entidades de ahorro popular, ha sido considerado como esencial para el crecimiento de los países en vías de desarrollo, no ya sólo por las autoridades españolas, sino también por organismos internacionales de gran prestigio, tales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.

En cuanto a las dificultades que hoy pueden encontrar algunas empresas pequeñas para su financiación, creo que proceden fundamentalmente de la inevitable necesidad de garantías. Por eso entiendo que las sociedades de garantía recíproca y las entidades de capital riesgo tienen todavía pendiente una importante tarea que desarrollar en nuestro país.

A mi entender, dos efectos fundamentales. El primero, un cambio completo en la organización, que desde la preponderancia del *back-office* de décadas pasadas se está reorientando rápidamente hacia el *front-office*, volcando la actividad hacia una relación directa con la clientela. El segundo, respecto al posicionamiento comercial en el mercado, pues las telecomunicaciones y las innovaciones tecnológicas representan, a muy corto plazo, el fin de la red de oficinas como barrera disuasoria frente a la competencia. Esto último cada vez resulta más evidente y, muy probablemente, será decisivo para un cambio total de las estrategias comerciales en los próximos años.

Es antigua y bien fundamentada la creencia de que los impuestos sobre la renta acaban gravando doblemente el ahorro. Por ello, cada día de una forma más abierta los sistemas fiscales intentan evitar esa falta de neutralidad de los impuestos respecto al ahorro mediante dos procedimientos alternativos: la gradual exención de los ahorros que se materializan en determinadas colocaciones o la exención de los rendimien-

tos que generan ciertos empleos del ahorro. Ambos caminos son adecuados para conseguir una mayor neutralidad del sistema tributario frente al ahorro, pero las medidas que se están tomando hasta ahora pecan de asistemáticas, y de ahí que algunas colocaciones del ahorro estén exentas en el momento en que se producen —aportaciones a planes de pensiones o adquisiciones de la propia vivienda, por ejemplo—, otras lo estén a través de los rendimientos que generan, como es el caso de los fondos de inversión mobiliaria, y otras muchas continúen todavía siendo fuertemente gravadas.

Pero el hecho de que el tratamiento fiscal, que tímidamente comienza a reconocerse en algunos sistemas fiscales, en favor del ahorro sea sistemático no debería conducir a una limitación o reducción de ese tratamiento, sino, por el contrario, hacia una ampliación de tales exenciones para lograr una desfiscalización completa del ahorro o de sus productos. Desde este punto de vista, la situación española actual es parecida —aunque con algunas variaciones bien notables— a la de los restantes países de la Unión Europea y, por ello, la nueva Europa debería coordinar sus políticas fiscales respecto al ahorro no para reducir los tratamientos favorables actuales, sino, por el contrario, para sistematizarlos y extenderlos. Ello significaría algo más que palabras en cuanto a una política eficiente de crecimiento estable.

El modelo español de relación entre el ahorro y sus colocaciones productivas ha sido, hasta ahora, bastante apropiado para las necesidades de nuestra economía, pues ha permitido y potenciado el paso desde una sociedad económicamente atrasada hasta nuestra posición actual entre los países más avanzados del mundo.

Respecto al futuro, la evolución que se está experimentando en otros países más desarrollados parece señalar hacia un peso creciente de los mercados bursátiles, apoyados en el papel también creciente de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones. Posiblemente, ésto conduzca a que las entidades de crédito, en un futuro no muy lejano, acaben siendo más gestoras de financiación que financiadoras directas. Pero hay que subrayar, en todo caso, que los procesos de desintermediación no están restando protagonismo a las entidades de crédito, sino sólo cambiándoles la forma de entender y de ejercer su actividad primaria.

José Luis Leal Maldonado

Presidente de la Asociación Española de Banca

El aspecto fundamental es la autonomía del Banco de España en la fijación de objetivos y en la instrumentación de la política monetaria. El Banco de España, como la mayoría de los bancos centrales independientes, concede un gran valor a la estabilidad de la moneda, lo que implica, necesariamente, una lucha enérgica contra la inflación. La forma elegida por el Banco de España en la determinación de objetivos y su seguimiento me parece plenamente adecuada; en vez de dejarse llevar por el último indicador disponible, ha preferido establecer sus objetivos con una óptica de medio plazo y actuar consecuentemente. Gracias a ello, los objetivos de inflación para el primer trimestre de 1996, que hace unos meses parecían muy ambiciosos, ahora parecen, por el contrario, al alcance de la mano.

El sistema financiero mundial se encuentra fragilizado por los problemas de las entidades de crédito japonesas. En los demás países industrializados, no hay problemas mayores, salvo, de vez en cuando, alguna sorpresa de consecuencias limitadas. Por su parte, la revisión de las normas de supervisión es una práctica habitual en los sistemas financieros: lo que ocurre es que, cada vez más, la revisión y mejora de las normas se origina en instancias internacionales. El Banco de Pagos de Basilea desempeña un papel fundamental a este respecto. Las crisis bancarias siempre dejan secuelas normativas: la quiebra del BCCI, por ejemplo, ha dado lugar a una nueva directiva de la UE. También en España las distintas crisis han servido para perfeccionar las normas y los instrumentos supervisores.

La evaluación externa de las economías por los mercados, de deuda o de divisas, es muy importante y, a la larga, beneficiosa. A veces, las reacciones de los mercados resultan exageradas en función de las condiciones internas de las economías, pero a medio plazo las exageraciones tienden a corregirse. A su manera, los mercados perdonan cada vez menos los errores de gestión, los actos irresponsables que a veces cometen los gobiernos. Considerado globalmente, el papel de los mercados es, sin lugar a dudas, positivo. A medio y largo plazo, los mercados no se equivocan.

Los productos derivados que ofrecen las instituciones financieras a su clientela constituyen una ayuda importan-

te para las empresas a la hora de diversificar sus riesgos, y de encontrar una respuesta adecuada a unas necesidades de financiación cada vez más diversificadas y complejas. Es normal, por ejemplo, que las empresas quieran protegerse de los riesgos de cambio o que deseen contar con la certidumbre de un determinado flujo financiero a fecha fija. El control de los productos derivados es más complejo porque, a menudo, se trata de operaciones que se encuentran fuera del balance de las instituciones financieras. El que, en determinados casos, haya habido operaciones arriesgadas, que han provocado pérdidas cuantiosas, con este tipo de productos financieros no hay que interpretarlo como un signo social de rechazo, sino como una anomalía que es preciso combatir mediante la adecuación de las reglas de control interno de los bancos. Los casos más llamativos de pérdidas importantes son, simplemente, deslealtades y fraudes, que han podido ocurrir por carencia, mal diseño o mal funcionamiento del control interno. En este terreno, probablemente sean más eficaces los códigos de conducta o de buenas prácticas que leyes, de difícil elaboración en materias tan cambiantes como éstas.

España debe encontrarse en el núcleo de países que integren la unión monetaria. Las consecuencias que se derivarían de no estar entre los países del pelotón de cabeza serían muy perjudiciales para la economía, que sufriría los ataques de la especulación, y que vería mermadas las entradas de capital extranjero, esenciales para nuestro desarrollo. En lo fundamental, los bancos españoles están preparados para el aumento de la competencia que significará la aplicación de la moneda única, pues los mercados financieros tienen ya, en la actualidad, un alto grado de integración. Queda todavía por definir el calendario concreto de la entrada en vigor de la moneda única: a partir de ese momento, habrá que evaluar el coste concreto de la adaptación de las instituciones financieras a esta eventualidad. Lo que hemos dicho siempre los bancos es que cuanto más se reduzca la fase en la que la moneda única coexista con las monedas nacionales, mejor, pues se evitarán incertidumbres y se ahorrarán gastos.

Las empresas españolas se han desendeudado considerablemente en los últimos años, en parte como consecuencia del aumento de su tasa de ahorro. Este proceso ha permitido una financiación holgada de la inversión. A su vez, los bancos han puesto a disposición de los inversores unos medios de financiación en condiciones muy razonables de plazo y precio. La mejor prueba del esfuerzo realizado por los ban-

cos es el estrechamiento del margen financiero que ha tenido lugar desde 1992. El que los tipos del activo no desciendan más de lo que lo han hecho se debe, fundamentalmente, a la competencia de la deuda pública, que mantiene muy alta la remuneración del pasivo. No creo que haya demanda de crédito solvente que se haya quedado sin atender.

Es pronto para conocer los efectos últimos de la revolución informática y de las telecomunicaciones sobre la actividad bancaria. Por el momento, hay experiencias e iniciativas interesantes, pero habrá que esperar algún tiempo para saber cuáles serán las consecuencias últimas. La llamada «revolución de la información» cambiará muchas cosas, y los servicios bancarios no serán una excepción. Por el momento, lo que sabemos con certeza es que las inversiones informáticas son caras, y que quedan obsoletas en poco tiempo. En cambio, no conocemos con certeza qué efecto final tendrán la banca telefónica, los cajeros automáticos, el banco en casa, etc., sobre la red tradicional de sucursales, que en España es de las más densas de Europa.

La fiscalidad del ahorro en España es, en promedio, más elevada que en el resto de los países de la UE. Un ejemplo claro lo constituye la fiscalidad de las plusvalías a largo plazo, pero no es el único caso, ni mucho menos. Las consecuencias de tener una fiscalidad más elevada que la del resto de los países consisten en reducir, en términos relativos, la tasa de ahorro interno y las entradas de capital extranjero en España, lo cual constituye una paradoja en un país que, como el nuestro, necesita el capital extranjero para alcanzar el nivel medio de bienestar de los demás países de la Unión Europea.

El modelo español de asignación de recursos financieros ha concedido, tradicionalmente, un gran peso a las instituciones financieras en el proceso de intermediación del ahorro. Esta situación ha cambiado en los últimos años: las bolsas, por una parte, y la desintermediación, por otra, están reduciendo el papel de las instituciones financieras en la canalización del ahorro hacia fines productivos. Es un fenómeno que compartimos con los principales países, y que es, probablemente, irreversible.

Juan Aracil Martín

Secretario General
del Fondo de Garantía
de Depósitos en
Establecimientos Bancarios

Alcanzar un crecimiento económico sostenido requiere un empleo eficiente de los recursos disponibles, así como la existencia de un marco de estabilidad nominal que facilite la adopción de decisiones de ahorro e inversión a largo plazo, haciendo mínima la incertidumbre que supone toda previsión sobre el futuro.

Potenciar el crecimiento no inflacionario de la economía española requiere rigor en los comportamientos de los agentes económicos. Lograr que las empresas basen su competitividad en las ganancias permanentes de productividad y en el control de sus costes de producción, y no en las expectativas de incremento de los precios y de los márgenes de beneficio ante eventuales depreciaciones del tipo de cambio, tendría consecuencias muy favorables para sentar la recuperación de nuestra economía sobre una base firme de estabilidad nominal, que le otorgaría fuerza y continuidad en el tiempo, reforzando la confianza de los agentes económicos en el futuro económico. Desde esta perspectiva, cobra gran importancia la función que la Ley 13/1994, de Autonomía del Banco de España, atribuye a la política monetaria, y que impone a nuestro banco emisor el objetivo prioritario de conseguir y mantener la estabilidad de precios, condición necesaria para lograr un crecimiento económico sostenido a largo plazo.

Especialmente en lo que se refiere a decisiones a largo plazo, y en las que tienen que ver con la política de inversiones, un ambiente de precios estables permite que los agentes económicos formulen adecuadamente sus expectativas, adoptando, en consecuencia, sus decisiones en el tiempo con un menor grado de incertidumbre. Precisamente, el régimen de autonomía del Banco de España tiende a reforzar la eficacia de los mecanismos antiinflacionistas, tanto en la formulación de las políticas económicas como en la formación de las expectativas de los agentes económicos. No obstante, aunque la autonomía del Banco de España favorece la lucha contra la inflación, conviene no olvidar que la consecución del objetivo puede verse afectada por factores que escapan a su control o por la falta de colaboración del resto de políticas económicas. Además de una política monetaria adecuada, es preciso que no se quiebre la tendencia a la moderación de los costes laborales unitarios, se

adopten y pongan en marcha las reformas estructurales precisas y se controle eficazmente el gasto público, reduciendo el nivel alcanzado por el déficit público estructural.

Es cierto que los cambios en las condiciones de funcionamiento de los sistemas financieros, derivados de la liberalización y globalización de mercados e instituciones, que permiten a los operadores moverse en cualquier lugar, producto y moneda, buscando incluso ventajas tributarias y supervisiones menos severas, aumentan la fragilidad de los sistemas, en la cual también inciden otros cambios, tales como: la aparición de nuevos productos financieros, el fenómeno de la desintermediación, con el enorme desarrollo de los fondos de inversión, y la aparición de intrincados conglomerados o grupos complejos con estructura opaca y sucursales o filiales en muchos países.

Estas modificaciones estructurales provocan riesgos que ponen a los supervisores en una disyuntiva, pues deben procurar respetar la libertad de los sistemas sin menoscabo de su protección, armonizando las distintas «culturas financieras» y refrenando la propensión a una mayor regulación. Todos estos factores conducen a la realización de supervisiones consolidadas, y a la creación de instituciones de control y vigilancia de alcance internacional en coexistencia con las supervisiones nacionales.

Es un hecho que los mercados financieros internacionales son jueces de los fundamentos de las economías nacionales, y lo serán cada vez más en la medida en que avance su proceso de globalización, dispongan de un mayor volumen de información y ésta sea más homogénea. Estos mercados influyen en las políticas económicas nacionales al evaluar, a través de los tipos de interés y de cambio, sus efectos sobre el crecimiento estable y sostenido de la economía.

En definitiva, los mercados de divisas, aunque a corto plazo puedan provocar distorsiones, a largo plazo son jueces de las políticas económicas nacionales, aun cuando a corto sus análisis puedan ser erróneos y provocar distorsiones. Los mercados de deuda son árbitros en tanto en cuanto deciden a qué países financian y a qué tipo, es decir, con qué prima de riesgo lo hacen.

Son mercados de enorme potencia que introducen elementos claros de disciplina en la política económica nacional, por cuanto la someten a una evaluación continua y, aunque puedan darse movimientos especulativos, en general aciertan en sus previsiones, ayudando a vencer resistencias en la instrumentación de las políticas nacionales.

Respecto a la influencia de factores extra-económicos, creo que todo suceso tiene una traducción o evaluación económica, y únicamente cabe hablar de su alcance. Su incidencia se produce generalmente en el corto plazo, aunque en ocasiones puede afectar más profundamente. Si pensamos en situaciones o medidas no estrictamente económicas, también son evaluadas por los mercados financieros internacionales, y con una distorsión menor cuanto mayor sea el grado de integración financiera del país, gracias a la globalización de los mercados.

El papel de los derivados en los sistemas financieros desarrollados es el de dar cobertura a los activos subyacentes, generando liquidez y estabilidad en los mercados secundarios. Los mercados de derivados, al permitir la transferencia de riesgos de precios a agentes que se supone que son más capaces y están más dispuestos a soportarlos, deben apoyar el crecimiento de la inversión y la fortaleza de los mercados y de la economía frente a posibles *shocks*.

El debate sobre los especiales riesgos que comporta operar en los mercados de derivados es consecuencia de lo novedoso de estos productos, de su espectacular crecimiento en los últimos años y de los importantes beneficios que, en ocasiones, se han obtenido. Su novedad exige un esfuerzo para alcanzar un buen conocimiento teórico del nuevo negocio y el diseño de nuevos controles antes de entrar en estos mercados, sin dejarse deslumbrar por los negocios en boga y las grandes ganancias. La gestión debe seguir las prudentes pautas de diversificación de mercados y productos, utilizando contrapartidas de primera calidad, sin utilizar dinero barato en operaciones arriesgadas con derivados. Las pérdidas en el negocio de derivados se deben a la falta de controles internos adecuados, a usos inapropiados o equivocados, o a una asunción de riesgos excesiva.

La preocupación de las autoridades de supervisión de entidades y mercados, manifestada en reuniones internacionales, informes y normas, pone el acento en mejorar la información sobre riesgos, tanto de mercado como de crédito, en intensificar las relaciones entre supervisores y auditores, y en el desarrollo de métodos de medida y control de estos riesgos.

Los casos de fraude en operaciones con derivados, en mi opinión, no invalidan la utilidad y consecuente aceptación del uso de derivados. Cosa distinta es que se persiga el fraude como en cualquier otro tipo de mercado.

5 La labor armonizadora de los distintos sistemas europeos, plasmada en diversas directivas comunitarias, ya ha establecido el marco regulatorio básico del mercado único de servicios bancarios, con expresión de sus características de modelo de banca universal, con plena libertad de movimientos de capitales, licencia bancaria única con supervisión por el país de origen, y fijación de los requisitos claves de la actividad bancaria y de cobertura de depósitos garantizados. Esta labor continuará con la creación del Banco Central Europeo y el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

El desarrollo del espacio financiero europeo y su culminación con la implantación de la moneda única supondrán notables beneficios para los usuarios de servicios bancarios y, consiguientemente, un esfuerzo de las entidades para afrontar la fuerte competencia, que originará reducción de márgenes, y para aprovechar los efectos positivos de un mercado mucho más amplio y profundo, con un mayor volumen de servicios y transacciones.

La posición de las entidades españolas, globalmente consideradas, es favorable, ya que cuentan con unos buenos niveles de rentabilidad, un alto grado de solvencia y una fuerte implantación en los mercados nacionales. Sus puntos más débiles son los elevados gastos de explotación y la baja productividad. La estrategia de cara a la culminación del espacio financiero europeo debe considerar aspectos operativos —con actuaciones para controlar costes, aumentar productividad y desarrollar tecnologías—, reforzamiento de la posición en los mercados nacionales, y decisión sobre el grado de presencia internacional y las formas de alcanzarlo.

Un análisis pormenorizado, por áreas de negocio, de las consecuencias del mercado único para los bancos españoles nos permite avanzar que la banca minorista no deberá verse afectada significativamente, en un primer momento, gracias a la extensión de sus redes de oficinas, aunque paulatinamente se dejará sentir la competencia, que se hará mayor con la implantación de la moneda única y la pérdida de importancia de la oficina bancaria como centro de operaciones minoristas. Por lo que respecta a la banca al por mayor o de empresas, la ventaja está del lado de las instituciones bancarias españolas, conocedoras del tejido empresarial. Respecto a la banca de inversión, dedicada a las colocaciones en los mercados de valores y a la promoción de fusiones y adquisiciones fundamentalmente, el campo que ofrecerán las nuevas condiciones del mercado único abre nuevas posibilidades de crecimiento, si bien a nuestras entidades les resultará duro

captar importantes cuotas de mercado, dadas las posiciones dominantes de las que parten los grandes bancos extranjeros.

En este espacio, como en los demás, la hipótesis de que España no esté entre los que accedan en primera instancia suscita graves preocupaciones, pues, en la situación actual de integración, un retraso posterior planteará graves problemas a las entidades, que sufrirían los efectos negativos, sin disfrutar de los positivos, de la plena implantación del espacio financiero europeo.

6 En un escenario de reactivación económica, es evidente que las limitaciones de un sistema financiero, en su función de canalizar eficazmente el ahorro a la financiación de las empresas, se acusan más, porque son momentos en que se precisa potenciar la inversión productiva y, en consecuencia, la financiación a largo plazo.

En nuestro caso, no parece que la actual reactivación peligre por falta de funcionalidad del sistema financiero en la canalización del ahorro. En primer lugar, porque los buenos resultados obtenidos por las empresas, en los últimos trimestres, las han capitalizado, y en segundo lugar, porque los factores que actúan de freno al proceso de reactivación, entre los que destaca la atonía del consumo interno, son autónomos respecto de las empresas.

Un factor clave para el acceso a los mercados financieros es el tamaño de las empresas, y en nuestra economía la pequeña dimensión de la mayoría de ellas y la inexistencia de instrumentos financieros específicos hace que la mayor parte de su financiación se realice mediante créditos bancarios, lo que determina una gran dependencia para dichas empresas y una concentración de operaciones en ese segmento empresarial para las entidades bancarias.

7 La banca minorista tradicional, caracterizada por la estrecha y personal relación con el cliente, al que satisface con multitud de pequeñas operaciones, ha basado su estrategia en una amplia red de sucursales con implantación territorial. Las modernas tecnologías de la información, que aproximan, si cabe, aún más la entidad al cliente, facilitando la operatoria y acortando el tiempo de realización, posibilitan la reconversión de las sucursales sin deteriorar la prestación de servicios, e incluso incrementándolos, y sin merma de la relación personal. La creación, en julio pasado, de la figura del «agente» de una entidad de crédito, con el apoyo de las nuevas tecnologías, posibilita ampliamente la desconcentración y simplificación del actual sistema basado en amplias redes de sucursales.

La organización de las entidades pivotará, presumiblemente, sobre unos servicios centrales —que establecerán la política general y las decisiones sobre riesgos— conectados, mediante terminales, a una extensa red comercial que prestará servicios financieros y no financieros a la clientela. Ello permitirá, a medio plazo, una importante reducción de los costes de explotación de las entidades, que prestarán más servicios que los estrictamente financieros.

La situación apuntada incrementará la competencia, fundamentalmente, de las entidades extranjeras, debilitando el actual posicionamiento comercial en el mercado nacional de la banca minorista.

8 Es evidente que tales efectos se producen en nuestro sistema financiero. La diferente fiscalidad que se aplica a los diversos activos financieros propicia el trasvase a los más favorecidos fiscalmente. Además, en nuestro país, la tasa de ahorro es baja e insuficiente —si se pretende crecer de forma equilibrada—, entre otros motivos, por la desincentivación que sobre el ahorro produce la incidencia de tipos fiscales elevados sobre las rentabilidades reales de los activos financieros.

La situación actual de un tratamiento fiscal disuasorio y no neutral, unida a la libre circulación de capitales, puede dificultar la necesaria capitalización de nuestra economía y forzar a actuar sobre otros factores para evitarlo. En todo caso, el proceso de integración obligará a avanzar aceleradamente en la aproximación de los sistemas fiscales y en el tratamiento homogéneo del ahorro en los distintos países.

9 El modelo español de asignación de recursos financieros se ha demostrado eficaz en líneas generales. Todos los modelos son mejorables y, sobre todo, deben poder adaptarse a las circunstancias cambiantes. En este sentido, cabría potenciar los segundos mercados de valores para facilitar el acceso a las PYME, y autorizar los fondos «paraguas» y los fondos garantizados. Cabría también la mejora del tratamiento fiscal de los productos financieros a largo plazo para incentivar el ahorro privado.

Quizás, uno de los problemas del modelo español sea la poca significación de los intermediarios financieros no bancarios en comparación con lo que ocurre en los sistemas financieros de los países desarrollados. El tamaño relativo del sistema financiero español propicia la existencia de un número reducido de intermediarios, en función del volumen de negocio, y éste es absorbido por las entidades más eficientes, solventes y dinámicas, que en España son las entidades de crédito.

Varios factores pueden alterar esta situación: las modificaciones en los mercados debidas a la internacionalización y globalización, la desintermediación derivada de nuevos productos financieros y el previsible desarrollo de fórmulas complementarias de previsión social.

Salvador García-Atance

Presidente de AB Asesores

Es sumamente importante. Disminuye el nivel de incertidumbre de los agentes económicos, y por tanto potencia el crecimiento a medio y largo plazo: además aísla la política monetaria de la presión diaria de la política general del país, lo cual supone incrementar el intervalo temporal sobre el que se toman decisiones.

Es indudable que el entramado legal característico de cada Estado, considerado como unidad jurídica, complica la supervisión y regulación de un sistema financiero mundialmente integrado. Sin embargo, también es cierto que los *shocks* financieros que se produjesen se distribuirían en un entorno mucho más amplio, y por tanto sería más fácil que se absorbiesen.

Las evaluaciones de los mercados globales sobre la situación económica de países concretos son, en general, tomadas con una perspectiva y una objetividad superior a la que en muchas ocasiones tienen los agentes económicos de ese país, y por tanto, a medio y largo plazo, suponen una influencia rigurosa, pero positiva.

Los factores de incertidumbre extra-económicos son importantes, y en ciertos momentos decisivos, tanto para los agentes económicos domésticos como para los mercados internacionales; el argumento

anterior es, por tanto, de aplicación en este caso.

Con la invención de la electricidad como fuente de energía, surgió el peligro de que los usuarios pudiesen sufrir calambres. Es evidente que un uso imprudente, poco responsable, de los derivados puede tener consecuencias muy graves. Por otra parte, los derivados se están juzgando únicamente por los problemas que crean, y no se están valorando las oportunidades de disminución de riesgo, y las posibilidades de adecuación de las preferencias de los agentes económicos a sus estrategias financieras, que éstos producen. Al igual que en los colegios modernos no se califican los exámenes sólo por las respuestas incorrectas, sino que también se valoran las respuestas correctas, a la hora de juzgar los derivados habría que sopesar sus ventajas e inconvenientes.

En el caso de que en esa evaluación las ventajas sean superiores a los inconvenientes (que es mi opinión), el uso de estos productos financieros se terminará imponiendo sea cual sea el juicio visceral que el gran público pueda tener ante ciertos episodios concretos.

Las instituciones financieras españolas están más que razonablemente preparadas para culminar la integración en la Unión Europea. De hecho, no creo que se vaya a notar ningún punto de discontinuidad o inflexión por este proceso de integración.

El que España no se encuentre en la llamada primera velocidad de la unión monetaria (situación harto probable) es negativo. La economía española puede beneficiarse de forma importante de esta integración y, ciertamente, la racionalidad de nuestra política económica aumentará sustancialmente.

El sistema financiero español se puede enmarcar dentro del contexto de Europa continental más fácilmente que dentro del contexto anglosajón. Este último

es superior al primero, pero si nos comparamos en nuestro contexto, la conexión entre ahorradores y sistema productivo no es peor que la media de los países de la Europa continental.

El gran problema español desde el punto de vista del sistema productivo no viene dado por la capacidad del sistema financiero de conectar a éste con el ahorro, sino por el hecho de que en España el ahorro encuentra su mejor colocación satisfaciendo las necesidades del sector público, lo cual perjudica a la empresa privada, y en concreto a aquella que, por su tamaño o actividad, tiene menor conexión con el sector público, que suele coincidir con que es la más productiva.

En España, el ahorro está, en promedio, peor tratado fiscalmente que en los países de nuestro entorno económico, sobre todo el que podríamos denominar ahorro dinámico, entendiéndolo como éste el que busca proyectos empresariales que, teniendo cierto riesgo, también tienen alta rentabilidad, bien sea a través de mercados organizados o a través de inversión directa. La legislación fiscal de fondos de inversión ha paliado una parte del problema, pero es insuficiente para tener una situación similar a la de los demás países de la Unión Europea.

El peso de la Bolsa española en la financiación de empresas es bajo, tanto si se compara con los países anglosajones como si se compara con otros países desarrollados. El desarrollo del mercado bursátil debe venir a través del crecimiento de las instituciones que tradicionalmente, por su experiencia y su volumen de recursos gestionados, pueden diversificar adecuadamente: fondos de inversión, fondos de pensiones, etc. Bien es cierto que la regulación de la inversión de estos fondos estará sesgada mientras el sector público necesite un nivel financiero como el actual. La tentación de los políticos de obligar a que la mayoría de los recursos de estas instituciones se invierta en deuda pública es, por ahora, irresistible.