

CINCO REFLEXIONES SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

Victorio VALLE

CABE poca duda de que el estudio del sistema financiero tiene una dimensión propia. Temas tales como la eficiencia de las instituciones, las motivaciones financieras de los agentes económicos, la organización de los mercados y los relativos al diseño y comercialización de los activos y pasivos financieros son objeto de análisis y han adquirido en los últimos cincuenta años un notable grado de avance y especialización.

El interés por estos temas específicos no debe ocultar, sin embargo, el carácter interdependiente entre el sistema financiero y la economía real. Incluso, como ya he recordado en alguna otra ocasión, las voces «financiero» y «finanzas» tienen la misma raíz etimológica que «fin» o «finalización», como reflejo de la función más primitiva del sistema financiero de proveer a la sociedad del volumen adecuado de medios de pago que permitiera llevar a buen fin, esto es, concluir, las operaciones reales del intercambio económico realizadas a través de los diferentes mercados de bienes y servicios.

El objeto de esta breve nota es presentar a los lectores algunas reflexiones ordenadas en torno a cinco tópicos financieros que se consideran de interés, partiendo de una doble clave inicial: el reconocimiento explícito de esa *interdependencia* entre lo financiero y lo real y la aceptación de un cierto carácter *funcional* de la financiación respecto a las exigencias y necesidades de la economía nacional.

I. LA PRIMACÍA DE UNA POLÍTICA MONETARIA DE ESTABILIDAD

La política monetaria, junto con la política fiscal y —con menor ortodoxia— la política de manipulación de los tipos de cambio, han sido tradicionalmente los mecanismos básicos para lograr una estabilización del nivel de producción y renta de equilibrio en torno a sus valores potenciales.

Desde una óptica europea, que parece particularmente oportuno contemplar, no sólo por la pertenencia de España al área del euro, junto con otros diez países, sino por estar aún cercano el 50º aniversario del nacimiento de la integración europea, comúnmente atribuida al discurso de Robert Schumann el 9 de mayo de 1950, el juego de las políticas macroeconómicas ha experimentado ciertas innovaciones.

1.º En primer término, la filosofía de crecimiento de la Unión Europea, está cimentada sobre una senda estable que ha requerido, como es bien sabido, una previa convergencia nominal de los países de la Unión en una serie de criterios de estabilidad acordados en Maastricht.

Hay que reconocer, pese al carácter debatible del modelo de crecimiento estable de la Unión, que su aproximación desde la segunda mitad de los noventa, no le ha ido mal ni a España ni al resto de los países periféricos que afluían sus pretensiones de acceso a la Unión Monetaria Europea (UME) en términos bastante divergentes de las marcas

de estabilidad logradas por los países centrales del área.

2.º La construcción de la Unión Europea, con el establecimiento de tipos de cambios fijos, primero y, con la posterior implantación del euro como moneda única, después, elimina el instrumento de la devaluación competitiva de los tipos de cambio como forma al menos inicial —y más aparente que real— de retomar el pulso de la actividad económica nacional a través del impulso exportador.

3.º La UME ha traído una bifurcación de las responsabilidades de las políticas macroeconómicas. Por una parte, la política monetaria es responsabilidad del Sistema de Bancos Centrales en torno al Banco Central Europeo, en una línea operativa nueva, que estamos estrenando, tanto en su diseño como en sus objetivos e instrumentos. Por otra parte, la política presupuestaria queda en el ámbito de la acción compensadora de cada país, bien que limitada por unas exigencias de equilibrio presupuestario en condiciones de normalidad y con un Protocolo de Déficit Público que acota los valores alcanzables de déficit público en los supuestos más adversos, desde el punto de vista coyuntural, al entorno del 3 por 100 del PIB fiscal.

En ese contexto, la primera y fundamental misión de la política monetaria es el logro de la estabilidad de precios como un objetivo a plazo medio. Así lo establece el artículo 105 del Tratado. Seguramente, la política monetaria no debe ignorar plenamente otras cuestiones relativas al empleo o al mantenimiento de límites razonables en los tipos de cambio del euro; pero, de cara a la adecuada interpretación de la actuación del BCE, es importante comprender que la reti-

cencia de la autoridad monetaria a intervenir en recientes episodios de depreciación del euro respecto al dólar tiene su fundamento en que siempre que el índice armonizado de precios discorra en la senda establecida, no existe un estímulo institucional hacia la intervención monetaria para lograr otros objetivos que responden más bien a fundamentos económicos distintos (1).

Esta afirmación tiene algunas consecuencias importantes en un doble orden de consideración. Desde el punto de vista de las políticas macroeconómicas, implica la existencia de unos tipos de interés comunes para toda el área del euro. Los desajustes económicos por la falta de competitividad o por la diferente evolución de los costes en los distintos países se resuelven ahora con ajustes en el nivel de producción y empleo, en respuesta a los desplazamientos de la demanda global. La política presupuestaria debe jugar un papel compensador ante impactos asimétricos, diferentes en los distintos países y a los que un país como España, con una economía muy abierta y muy dependiente de importaciones energéticas y de otras materias primas, es particularmente vulnerable. De ahí la insistencia de algunos analistas sobre la conveniencia de una política presupuestaria especialmente austera que elimine o reduzca el componente estructural del déficit público para dejar un margen de maniobra a una política presupuestaria compensadora en las épocas más comprometidas sin vulnerar los acuerdos de Maastricht.

Desde el punto de vista del sistema financiero, lo importante es la *adecuada transmisión* de las señales del BCE a través de sus diferentes instrumentos. Ello requiere una buena especificación de los criterios de política

monetaria para que los agentes financieros puedan predecir el comportamiento de la autoridad y, como ya señalara el profesor Tobin en 1958, un conocimiento detallado del funcionamiento de las instituciones financieras que permita seguir el mecanismo de transmisión y prever los retrasos presumibles de las medidas monetarias sobre los agentes económicos en cuyo comportamiento se intenta influir. Un reciente trabajo (2) ha puesto de manifiesto la rápida respuesta del crecimiento económico a los estímulos de los tipos de interés en Europa y la práctica simultaneidad entre las actuaciones monetarias y la evolución de los precios, frente a los retardos habituales en Estados Unidos.

En suma, dos claras conclusiones se derivan de esta primera reflexión sobre la política monetaria en el área integrada de la Unión Monetaria Europea:

1.º El ejercicio riguroso de una política monetaria de estabilidad es uno de los ingredientes básicos de la interpretación económica de la Unión. Las disfunciones que pueda crear su aplicación, no regionalizada sino unitaria, más que un elemento de permanente crítica al sistema, debe trocarse en estímulo para mejorar el diseño de la política presupuestaria de cada país, que es la que tiene encomendada la actuación compensatoria diferencial en caso de necesidad.

La evolución del tipo de cambio del euro respecto al dólar y al yen es un fenómeno complejo que refleja procesos de ajuste en los fundamentos económicos de los grandes bloques, y cuya orientación, salvo circunstancias excepcionales, no debe ser un objetivo de la política monetaria común.

2.º Aunque el diseño y la instrumentación de la política monetaria es una competencia del Sistema de Bancos Centrales, la existencia de un sistema financiero eficiente, transparente y solvente es una pieza básica para asegurar la adecuada transmisión a los agentes económicos de las señales que dimanen del ejercicio de la política monetaria.

II. LA IMPORTANCIA DEL AHORRO COMO MAGNITUD BASE DEL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero intermedia entre el ahorro excedente —capacidad de financiación— de unas unidades económicas y la insuficiencia de ahorro, respecto a sus proyectos de inversión, de otros agentes.

En España, el ahorro nacional constituye en torno a una tercera parte del conjunto formado por el propio ahorro más la variación de pasivos financieros (cuadro n.º 1) y, en definitiva, es la única fuente interna, no inflacionista, de financiación de la inversión. De hecho, la mayoría de los estudios realizados destacan la circunstancia de que, en presencia de objetivos de equilibrio de balanza de pagos, el ahorro interno constituye un elemento previo e indispensable para el necesario avance de la inversión.

Por ello, en países que, como España, necesitan aún de un intenso proceso de acumulación de capital que incorpore nueva tecnología, estimular la generación de ahorro se convierte en un elemento estratégico del crecimiento. Ciertamente, una política de estímulo y protección del ahorro, como he destacado en otro lugar (3), ha de tener en cuenta una diversidad de facto-

CUADRO N.º 1

AHORRO Y SISTEMA FINANCIERO
Millones euros y porcentaje

	(1) Ahorro nacional	(2) Variación de pasivos financieros	(3) = (1 + 2)	(1) / (3) Porcentaje
1989.....	59.227	151.425	210.652	28,1
1990.....	65.252	143.285	208.537	31,3
1991.....	69.244	148.953	218.197	31,7
1992.....	67.575	133.322	200.897	33,6
1993.....	69.087	204.903	273.990	25,2
1994.....	72.955	98.827	171.782	42,5
1995.....	88.998	137.891	226.889	39,2
1996.....	92.441	162.935	255.376	36,2
1997.....	98.462	189.160	287.622	34,2
1998.....	106.461	235.367	341.828	31,2

Fuente: CNE, INE, y BANCO DE ESPAÑA, Cuentas Financieras de la Economía Española.

res sociológicos, demográficos y culturales, entre otros. El envejecimiento de la población, el alargamiento de la edad de abandono por los jóvenes del hogar paterno, o la cultura consumista de las sociedades postmodernas, son elementos que condicionan una tasa de ahorro familiar baja y en declive que, en los últimos años, se ha visto compensada por una mejora del ahorro público, al hilo de la corrección del déficit público, y del ahorro empresarial, como reflejo de la mejor situación económica de las empresas.

Sin bajar la guardia en el mantenimiento del ahorro público, está claro que el componente institucional del ahorro más estimable por la política económica es el familiar. En este sentido, existe una amplia convicción de la conexión entre fiscalidad y ahorro familiar.

Por una parte, la fiscalidad personal (IRPF) influye en el nivel de renta disponible y, como consecuencia, tanto en el consumo como en la inversión. En este sentido, la reducción de los tipos marginales en el Impuesto sobre

la Renta puede ser un factor positivo de estímulo al ahorro, que es siempre mejor considerado técnicamente que operar con una fiscalidad discriminatoria según la naturaleza de los activos en que el ahorro se materializa, y que constituye un dirigismo poco justificado desde el punto de vista de una economía de mercado. La reciente reducción (1999) del IRPF en España estaría en el buen camino, aunque la forma de practicar la reducción impositiva rebajando las retenciones ha afectado con más intensidad al estímulo del consumo que al del ahorro, generando incluso una euforia sobre el consumo familiar, que ha venido creciendo en los últimos meses a una tasa superior, en términos reales, que la de la renta disponible, estimulando el desahorro y el endeudamiento.

Las reformas fiscales, por otra parte, deben tratar de acentuar la neutralidad entre los activos financieros (4). Pese a las recientes reformas fiscales, la elección entre diferentes colocaciones del ahorro dista aún mucho en España de guiarse sólo por criterios

de rentabilidad, liquidez y seguridad; la fiscalidad genera procesos de arbitraje con costes elevados de eficiencia.

En definitiva, esta segunda reflexión nos conduce a la conclusión de la importancia estratégica del ahorro y a la conveniencia de su fomento bajo ciertas condiciones:

1. Aumentar la tasa de ahorro público, sobre la base de la reducción del gasto público.
2. Estimular el ahorro familiar reduciendo los tipos marginales de la imposición personal.
3. Tratar con neutralidad las diferentes formas de materialización del ahorro sin alterar, salvo que sea un objetivo deseado, los criterios de elección de los ahorradores, basados en rentabilidad, riesgo y liquidez.

III. SISTEMA FINANCIERO Y PROBLEMAS ECONÓMICOS REALES

Mi tercer comentario nace de la profunda convicción de que no

es conveniente pedir a un sistema financiero, en un marco de competencia y de mercado, algo que se salga de su específica función de transformación eficiente de la capacidad financiera de unos sujetos en productos adecuados para cubrir las necesidades de financiación de otros agentes.

Los problemas económicos reales asociados al proceso de producción, generación de renta, inversión y consumo, entre otros, deben resolverse en sus propias raíces *reales* o, en todo caso, si el tema tiene aspectos de solidaridad asumidos por la sociedad, mediante instrumentos presupuestarios. Al sistema financiero lo que hay que pedirle es que no cargue sobre la economía real costes adicionales de ineficiencia o de restricción de la competencia.

Tradicionalmente, problemas tales como la insuficiencia en la demanda de viviendas, la baja rentabilidad de grandes inversiones públicas o la inviabilidad económica de algunos proyectos empresariales se han tratado de suplir con actuaciones financieras «blandas», sustraídas a las condiciones rigurosas del mercado, lo que, finalmente repercute negativamente sobre los costes financieros de las actividades con sentido económico y sobre la eficiente asignación de los recursos de la sociedad.

El equilibrio económico global es un compromiso entre eficiencia y equidad. El peso de cualquier ineficiencia económica no debe recaer sobre el sistema financiero. Si la ineficiencia se estima justificada por razones de solidaridad, debe ser el conjunto de la sociedad, y no sólo el sistema financiero, quien, a través del gasto público de transferencia, las asuma. Pero tampoco parece lógico que la carencia de com-

petencia como rivalidad activa —que no siempre está en relación directa con el número de instituciones concurrentes al mercado— u otras ineficiencias con repercusión sobre los costes financieros se trasladen sobre las actividades del sector real.

Creo que los avances que desde la segunda mitad de los setenta se vienen produciendo en la desregulación financiera, en el proceso de integración europea —que a fin de cuentas es, en la práctica, un proceso de mundialización— y el progreso técnico están creando el marco adecuado para una amplia transformación financiera en Europa y en España. La UME reforzará las tendencias de cambio ya existentes, y habrá que estar muy atentos a las crecientes dificultades de adaptación al nuevo entorno por parte de las entidades con problemas.

Hay, al menos, cinco rasgos fundamentales previsibles en ese camino futuro de transformación del sistema financiero en su búsqueda de la eficiencia (5):

1. El sistema bancario va a experimentar un proceso de concentración para reducir el actual exceso de capacidad del sector. La tendencia es hacia menos entidades de mayor dimensión.

2. La competencia bancaria se irá radicalizando, aunque, a plazo corto y medio, se manifestará con mayor intensidad en la banca mayorista que en la banca al por menor.

3. Los márgenes y rentabilidades continuarán su tendencia a comprimirse en un contexto de tipos de interés bajos. Sin embargo, esta tendencia continuará siendo sensible a las diferencias nacionales y a las derivadas de los diferentes tipos de banca. El negocio bancario tradicional irá declinando, e irán aumentando

operaciones más arriesgadas para compensar la caída de márgenes, al mismo tiempo que se produce un avance insuperable de las nuevas tecnologías de la información. Un camino en el que la búsqueda en la reducción de los costes de explotación va a generar la externalización de parte de los servicios y actividades que impliquen compromisos permanentes con repercusión en los costes. Al hilo de esa creciente sofisticación del negocio bancario, tendrán que irse desarrollando criterios y técnicas, cada vez más complejas, de supervisión.

4. Es previsible, como consecuencia de la globalización de los mercados, una creciente internacionalización de las operaciones bancarias.

5. Continuará el proceso de desintermediación financiera, potenciado a veces por estímulos fiscales de dudosa justificación. Pero incluso sin estos estímulos la búsqueda de mayor rentabilidad (aunque con mayor riesgo), para compensar los bajos niveles de tipos de interés, incrementará la participación de los ahorradores en productos financieros desintermediados.

Las concentraciones y fusiones —razones políticas aparte— tienen más que ver con factores de posicionamiento de las entidades en los mercados, y, en consecuencia, su racionalidad depende de la dimensión del mercado en que las entidades deseen operar, y con el carácter de elemento catalizador que las fusiones tienen para impulsar cambios institucionales que la rutina habitual de las entidades antes de fusionarse no hubiera permitido ni tan siquiera plantear (6).

No obstante, en este terreno, creo que los siguientes tres puntos merecen tenerse en cuenta.

a) Las fusiones y adquisiciones siempre generan costes internos asociados a la reorganización inherente y a la adaptación del personal, y produce también inevitables pérdidas iniciales de calidad en la prestación de los servicios a la clientela tradicional.

b) Las concentraciones suscitan una visión recelosa desde el punto de vista del poder de mercado y de la reducción de la competencia, que puede generar ciertas dificultades de implementación en relación con los organismos administrativos encargados de velar por la defensa de la competencia. Tal vez los mecanismos de «fusiones virtuales», como el que CECA preconiza en España respecto a las cajas de ahorros, y que tiene otras parecidas manifestaciones en Europa, permitan aproximarse, en ciertos aspectos, a las ventajas de las fusiones y adquisiciones evitando muchos de sus inconvenientes.

c) La experiencia parece apuntar a la existencia de ganancias potenciales de eficiencia, asociadas a las mejoras en las tecnologías o en los sistemas de organización, con mayores posibilidades de reducción de costes medios que los relativos al aumento de la dimensión.

El segundo comentario se refiere a la penetración en el negocio bancario de las nuevas tecnologías de la información. En realidad, la incorporación de la actividad bancaria a Internet supone una auténtica revolución potencial en el diseño y contenido del negocio bancario que puede alterar radicalmente la ventaja competitiva tradicional de la existencia de una amplia red de oficinas, especialmente en la banca minorista, haciendo verdad la vieja predicción que acercaba el futuro del negocio bancario más a las empresas que

operan con la información que al mundo de la utilización de los medios de pago.

Se ha podido decir, con razón, que los cambios que la globalización introduce e introducirá en el sistema bancario comienzan —ya lo han hecho— por los aspectos operativos, pero a largo plazo afectarán de plano a los aspectos estratégicos del negocio.

Nada hay que pueda oponerse al avance de las nuevas tecnologías en el mundo financiero, salvo la consideración del proceso adecuado de distribución temporal de los altos costes que las nuevas tecnologías suponen.

Aún hay problemas no resueltos que pueden conducir a las entidades hacia inversiones cuantiosas en una línea errónea. Tal vez sea ésta un área donde la cooperación, cuando el marco institucional de competencia lo permite, tenga importantes ventajas. No se olvide, en este sentido, que lo que se plantea de cara al futuro no es una aplicación informática generalizada al diseño *actual* del negocio bancario con reducciones de costes en los procesos administrativos y de gestión. Mucho más allá, lo que se está planteando es una *nueva* conceptualización del negocio bancario y financiero en general, que las nuevas tecnologías posibilitan. Es cierto que siempre habrá captación de pasivos y financiación de la inversión; pero una entidad bancaria que se acomode a ese papel perderá protagonismo entre los agentes que operen ofreciendo servicios a través de Internet. Los «portales» ocuparán en el futuro el protagonismo de las entidades financieras tradicionales, que perderán paulatinamente su relación directa con la clientela si no saben adaptarse a las nuevas condiciones.

En conclusión, el sistema bancario avanza en el camino imparable de convertirse en un sistema de prestación de servicios de información, sin limitación espacial, con o sin utilización de fondos. Los avances en la tecnología de la información y de la comunicación introducen una nueva óptica, con elementos estratégicos diferentes de los que han marcado el curso pasado de los hechos. La aplicación de capital humano se va convirtiendo en un factor más importante que la dimensión de la red. El proceso será lento y costoso; muchas instituciones quedarán en el camino. En ese proceso cada vez más competitivo, conviene no magnificar el tema de la dimensión de las instituciones —a la vez que se deben valorar, cada vez más, los acuerdos y colaboraciones que desemboquen en procesos de fusiones virtuales menos comprometidas y menos costosas— ni minusvalorar, bajo el brillo de la novedad y de sus ventajas potenciales, los costes y riesgos de las opciones informáticas que la utilización de las nuevas tecnologías imponen.

IV. LA EXCLUSIÓN FINANCIERA: UN RIESGO DEL SISTEMA FINANCIERO

Una de las primeras exigencias que cabe formular a cualquier sistema financiero, es sin duda, su generalidad; es decir, su capacidad para dar acceso a la operativa financiera de cualquier colectivo, región o etnia que integre la sociedad a la que sirve.

La búsqueda de la rentabilidad directa máxima, a corto plazo, por parte de las entidades bancarias convencionales, determina la aparición de un fallo de

mercado caracterizado por la divergencia entre el beneficio privado y el beneficio social, y que se concreta en la exclusión financiera —una forma de exclusión social— de determinados colectivos cuyo acceso a la operatoria financiera ordinaria no resulta, por su alto coste y bajas garantías (en las operaciones activas) y por su escasa dimensión (en las operaciones pasivas), rentable para las instituciones.

Son muchos los testimonios recientes de la aparición de la exclusión financiera en una diversidad de países (7). La estricta racionalidad económica está aquí en pugna con otros criterios de rentabilidad social relacionados con la mayor integración de los diferentes colectivos sociales, o la convergencia económica entre regiones o espacios geográficos diversificados, deseable por muchos otros motivos. Aunque tal fallo de mercado podría justificar la intervención pública en el sistema financiero y, de hecho, constituye el fundamento de muchas vías de subvención y de determinados bancos oficiales o líneas oficiales de crédito que existen en todas partes, en Europa, y particularmente en España, tienen una respuesta emergida directamente de la sociedad, que son las instituciones mutualistas, cuyo máximo exponente son las cajas de ahorros (8).

La experiencia pone de manifiesto que la pérdida de la naturaleza fundacional de los entes mutualistas —su conversión en formas societarias convencionales— no mejora la eficiencia global del sistema financiero y, por el contrario, al hacer desaparecer ese tipo de instituciones (como ha ocurrido en Gran Bretaña e Italia), se producen procesos crecientes de exclusión financiera, al primar ahora el beneficio privado sobre el beneficio social.

Es evidente que las cajas de ahorros tienen un papel que jugar en el sistema financiero del futuro. La necesidad social para la que nacieron sigue vigente en las sociedades actuales. No se trata de operar homologadamente con el resto de las entidades bancarias y repartir el beneficio a través de Obra Social. La fundamentación social de las cajas de ahorros ha estado y debe seguir estando presente en la propia definición del tipo de actividad financiera que desarrollan, en su profunda dimensión territorial y en su capacidad de posibilitar el acceso del ahorro popular a la operatoria financiera.

Las cajas, que en lo financiero no pueden perder el tren de la modernidad en el proceso profundo de cambio que experimenta el sector financiero, harían muy mal en renunciar a su misión histórica, que sigue teniendo plena vigencia.

V. LOS LÍMITES DEL MERCADO DE CAPITALES

Parece bastante evidente que el acceso a una moneda única y los criterios de estabilidad de la UME, llevarán en el futuro hacia una consolidación y profundización de los mercados financieros en general y de capitales en particular. Y ello, al menos, por dos razones importantes. En primer lugar, por la globalización de los mercados, que amplifica la dimensión —frente a los mercados en monedas nacionales actuales, los inversores irán progresivamente adoptando sus decisiones en términos de euro—, y en segundo lugar, porque la reducción de los déficit públicos, al implicar una menor necesidad permanente de financiación por parte de las administraciones públicas, dejan un espacio cre-

cientemente mayor para la financiación privada, dotando así al sector privado de un mayor protagonismo en las decisiones de inversión básicas de la economía.

Los flujos de financiación van a discurrir en forma cada vez más intensa en el mercado de acciones y, en buena medida, a través de los fondos de inversión y de pensiones, de forma cada vez menos vinculada a razones fiscales y más a las características de gestión y rentabilidad de la inversión colectiva. La creciente internacionalización de los mercados facilitará esta tendencia.

En Europa, es previsible el avance de los proyectos paneuropeos de mercados de valores, si bien se estima como un proceso institucional lento que tal vez se vea desbordado por el avance de otras redes de negociación electrónicas (ATS) más flexibles, que los proyectos de bolsas paneuropeas nazcan con limitaciones severas respecto a los valores que se negocien —sólo los más selectos— y al alcance de su operativa, que se estima sólo afectaría a la negociación, pero no al proceso de liquidación y compensación (9).

Dos reflexiones suscita el proceso de desarrollo futuro de los mercados de valores. La primera hace referencia a la aparición, en los mercados más amplios y desarrollados de «burbujas financieras», esto es, supervaloraciones de las cotizaciones bursátiles de difícil previsión que hacen los mercados vulnerables y que, además, introducen efectos económicos difícilmente previsibles sobre la demanda agregada a través de un «efecto riqueza» más o menos justificado y con mayor o menor amplitud según la vigencia real de la extensión popular de la propiedad de valores (10).

En segundo lugar, el coste de la salida a Bolsa por las empresas, los riesgos de que puedan entrar en el capital accionistas no deseados —y la obvia exposición a las OPA—, la mayor disciplina que los mercados imponen en la información y en la política de dividendos, entre otros factores, hacen pensar que, para la mayoría de las empresas pequeñas y medianas, que son prácticamente todas las españolas, y durante un largo período de tiempo, el mercado de capitales continuará siendo una vía inédita de financiación para buena parte de las empresas, en la que ahora han fracasado prácticamente todos los intentos de instrumentar acercamientos con carácter operativo. El sistema bancario continuará siendo —cualquiera que sea el modelo financiero al que se ajuste— la fuente de financiación básica por el amplio conjunto de las empresas españolas.

VI. ALGUNOS COMENTARIOS FINALES

El anterior repaso de una serie de cuestiones clave en el proceso de transformación del sistema financiero, pese a su brevedad, nos permiten concluir con algunos comentarios de cara al futuro, y con especial referencia al caso de España.

1. El reto fundamental de la economía española del futuro es seguir avanzando en el proceso de convergencia real, en el marco integrado de la UME, aumentando el empleo y la productividad. Las carencias básicas, en ese contexto, son de capital humano, de tecnología y de formación bruta de capital físico. El papel que corresponde al sistema financiero es lograr transformar los recursos financieros existentes con la mayor eficiencia y transparencia entre los agentes.

2. Directa e indirectamente, la fiscalidad y el comportamiento presupuestario constituirán condicionantes muy importantes del sistema financiero. En primer lugar, porque sólo la continuidad en la política de contención del déficit estructural permitirá el adecuado ejercicio de la política monetaria según las exigencias del SBC y, en segundo lugar, porque la fiscalidad condiciona el nivel de ahorro y, si no es neutral, su canalización hacia los diferentes activos financieros.

3. La eficiencia de las instituciones financieras es un requisito para la adecuada transmisión a los agentes económicos de las señales monetarias, y constituye una condición de racionalidad del sistema económico, al evitar que la economía real cargue con costes de ineficiencia transmitidos desde el sistema financiero.

4. El negocio bancario va a experimentar incrementos notables en su sofisticación, en detrimento de las actividades tradicionales. Primero, por el propio proceso de globalización e intensificación de la competencia y, en segundo lugar, por las posibilidades que abre la nueva tecnología de la información.

Es imposible predecir, en este momento, el futuro del negocio bancario en la era de Internet. Se sabe que el sistema dispone de una nueva «carcasa» cuyo contenido se irá delineando en el futuro. Cabe predecir cambios importantes en los medios de pago, y también la existencia de un riesgo genérico de que la actividad bancaria convencional —que en todo caso tiene que subsistir— quede relegada a un segundo plano en beneficio de los «portales» que, a través del suministro de información y de la contratación con *cualquier* entidad asociada al sistema, podrían ocupar el primer plano de relación y fidelización de la clientela.

En todo caso, es un proceso lento en cuyo curso pueden aparecer cambios sustanciales, y en el que no es conveniente anticipar acontecimientos, ya que el riesgo de error es elevado.

5. El deseo de evitar crisis sistémicas irá otorgando un papel de creciente importancia a la supervisión de instituciones, cada vez más compleja y menos sometida a patrones universales, es decir, cada vez más ad hoc para cada institución.

6. La tendencia al mantenimiento de bajos tipos de interés y el estrechamiento en los márgenes aumentará el nivel de riesgo en que incurran las instituciones. Pero también se compartirá en mayor medida, ya que las menores retribuciones del ahorro llevarán a los inversores financieros a incurrir en inversiones más arriesgadas y más rentables.

Las entidades de depósitos irán, cada vez más, tomando un papel directo en el capital y la gestión de las empresas no financieras.

7. La desintermediación irá en aumento como fruto de esa tendencia creciente a invertir en activos de mayor rentabilidad y riesgo.

8. Pese a las tendencias reformadoras, el sistema bancario será aún, por muchos años, el principal suministrador de fondos a las medianas y pequeñas empresas.

9. El avance del mercado competitivo y eficiente no elimina el papel en el sistema financiero de las entidades mutualistas, especialmente las cajas de ahorros.

En contra de algunas predicciones, la lucha contra la «exclusión financiera» que practican las entidades guiadas por el principio de lucro privado a corto plazo sigue dando vigencia al papel

de las cajas de ahorros, en su estructura fundacional, como elemento reductor de esa exclusión en el terreno regional y del ahorro popular.

10. La aplicación creciente de la tecnología de la información al mundo financiero irá paulatinamente borrando cada vez más las diferencias entre el sistema bancario y el mercado de capitales. Un proceso al que se suma la búsqueda de activos de riesgo por parte de la clientela tradicional de las entidades bancarias.

NOTAS

(1) *Vid.* El artículo «La nueva política monetaria del Eurosistema», E. DOMINGO

SOLANS y A. GARCÍA HERRERO, en este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(2) Yolanda FERNÁNDEZ y Rita SÁNCHEZ, «Impacto de la política monetaria en las principales áreas económicas», en *Cuadernos de Información Económica*, n.º 156, mayo-junio de 2000.

(3) V. VALLE, «Política de ahorro en España: reflexiones y sugerencias», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 70, 1997, dedicado íntegramente a la economía del ahorro.

(4) *Vid.*, en este sentido, J. M. GONZÁLEZ-PÁRAMO y N. BADENES, «La fiscalidad del ahorro financiero y el principio de neutralidad: efectos de la reforma del IRPF 1999», *Cuadernos de Información Económica*, número 151, octubre 1999. Para una visión más amplia, véase, de los mismos autores, *Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias*, Estudios de la Fundación, FUNCAS, Madrid, 2000.

(5) Una buena síntesis de esas tendencias previsibles se encuentra en, Banco Central Europeo, «Posibles efectos a medio y largo plazo de la UME sobre los sistemas ban-

carios de la Unión Europea», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 66.

(6) *Vid.* S. CARBÓ y D. MARQUÉS IBÁÑEZ, «La dimensión de las entidades financieras españolas en la Unión Monetaria», *Cuadernos de Información Económica*, número 143, febrero 1999.

(7) S. CARBÓ VALVERDE, «La exclusión financiera en las sociedades occidentales», *Cuadernos de Información Económica*, número 148/149, julio-agosto, 1999.

(8) V. VALLE, «Bienvenido Mr. Greenspan», *Ahorro*, abril, 2000.

(9) Julian WAMSLEY y Brian SCOTT-QUINN, «Probable evolución de los mercados de capitales europeos en el seno de la UEM», octubre 1999. Investigación realizada para FUNCAS de próxima publicación en *Perspectivas del Sistema Financiero*.

(10) Tienen gran interés las consideraciones del Gobernador del Banco de España en su reciente conferencia en el Club Siglo XXI «Reflexiones sobre la situación económica internacional», *Boletín Económico*, Banco de España, abril, 2000.

Resumen

Este artículo ofrece un conjunto de reflexiones de su autor sobre la evolución del sistema financiero con una óptica europea y española. Se destaca la necesidad de mantener una política monetaria rigurosa de estabilidad, la utilidad de contar con un sistema bancario eficiente en el que, por otra parte, los avances en la tecnología de la información producirán transformaciones muy importantes, la conveniencia de que el sistema bancario evite la exclusión financiera y la tendencia a difuminarse de las diferencias entre los distantes componentes institucionales del Sistema Financiero.

Palabras clave: sistema financiero, política monetaria, sistema bancario, exclusión financiera.

Abstract

This article offers a set of reflections by its author on the future development of the financial system from a European and Spanish viewpoint. We underline the need to maintain a tight monetary stability policy, the value of having an efficient banking system in which, furthermore, advances in information technology will bring about very important changes, the advisability that the banking system should prevent financial exclusion, and the tendency of the differences between distant institutional components of the Financial System to fade away.

Key words: financial system, monetary policy, banking system, financial exclusion.

JEL classification: G10, G21, G29, E50.