

## MERCADOS FINANCIEROS Y GLOBALIZACIÓN

**E**L concepto «globalización» es, sin duda, polémico. Para los defensores de la globalización económica, ésta ha supuesto el impulso definitivo para una mayor libertad en los movimientos comerciales, financieros y de recursos entre países, con lo que la eficiencia del conjunto del sistema económico mundial, según aquéllos, ha aumentado significativamente. Para sus detractores, la globalización no ha hecho más que favorecer la posición económica dominante de los principales países industrializados, en detrimento de los países más pobres, con lo que la equidad, desde una óptica mundial, parece haberse visto perjudicada. En cualquier caso, el debate conceptual, técnico y ético de la globalización, sin ánimo de obviarlo, va más allá de las pretensiones de estas líneas y del contenido de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. En este volumen se recogen una serie de artículos que analizan el comportamiento del sistema financiero en los últimos años, donde la globalización, tomada como un dato, ha sido el factor explicativo más importante de la evolución y transformación de mercados e instituciones financieras.

Como se podrá comprobar en las páginas siguientes, la globalización ha tenido muy distintas formas de expresarse en mercados e intermediarios financieros. ¿No son los procesos de liberalización financiera y armonización de la regulación de solvencia —fenómenos aparentemente contradictorios, pero efectivamente complementarios— hitos de la globalización? ¿No es la creación del euro, y de una política monetaria única para 12 países europeos, un resultado de la globalización? ¿No es el propio desarrollo de los mercados financieros un claro signo de la globalización? Los avances en las tecnologías de la información y sus aplicaciones en los mercados y empresas financieras ¿no se retroalimentan y,

a la vez, estimulan el propio proceso de globalización? Esta lista incompleta de cuestiones ya nos desvela la trascendencia de los efectos de la globalización sobre la industria de servicios financieros.

La relevancia estructural de la globalización en el sistema financiero ha venido acompañada en el último año de factores coyunturales y acontecimientos que han reforzado el vínculo todavía más, si cabe, y el interés por su estudio. Por ejemplo, la inestabilidad de los mercados financieros —desde el mercado de divisas, con los vaivenes del tipo de cambio euro/dólar, hasta los mercados monetarios y de capitales— motivada, al menos en parte, por la desaceleración y/o recesión de algunas economías industrializadas, en el ámbito de los desgraciados acontecimientos y consecuencias del 11 de septiembre de 2001, así como por debilidades estructurales económicas y monetarias de algunas países con problemas (Argentina, Brasil) o la incidencia de ciertos escándalos financieros (Enron). Asimismo, en los últimos tiempos, la regulación financiera y bancaria se ha ido adaptando al nuevo contexto de los mercados. La propuesta de Basilea II y las provisiones estadísticas o procíclicas son buen ejemplo de ello. En suma, estos factores coyunturales refuerzan la trascendencia y relevancia del impacto de la globalización sobre el sistema financiero.

La información se revela como un elemento decisivo en los mercados financieros globalizados desde varias perspectivas. En primer lugar, las asimetrías informativas han centrado gran parte de la atención en los estudios relativos al funcionamiento de los mercados y la actividad de los intermediarios financieros. En este sentido, la globalización ha contribuido a incrementar la importancia de la información, en la cual han tomado renovado protagonismo elementos como los costes de participación y de la experiencia en los mercados, y la gestión del riesgo. En segundo lugar, las llamadas tecnologías de la información han supuesto toda una revolución en los sistemas financieros nacionales e internacionales, relativizando la distancia física entre los consumidores y los proveedores de servicios financieros y reduciendo los costes de transacción de forma significativa.

Sin duda, son una referencia obligada, en el análisis de la economía de la información y de los elementos distintivos e implicaciones de la globalización, las aportaciones del profesor Joseph E. Stiglitz, que le valieron el premio Nobel de Economía en 2001. Por ello, el «señalizador» de este volumen de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se dedica a la figura de Stiglitz, como elemento distintivo e inspirador de los temas que en él se analizan.

En concreto, en este volumen se abordan cuatro grandes áreas temáticas. En la primera de ellas se analizan las principales *claves del siste-*

ma financiero ante los desafíos que supone la globalización, con objeto de ofrecer una panorámica de los principales acontecimientos, problemas y retos que afrontan los mercados e instituciones financieras en este contexto. Por otro lado, la segunda parte analiza *la política monetaria y los mercados financieros*, donde el advenimiento de la moneda única en Europa y la creciente innovación e integración financieras han supuesto transformaciones fundamentales. La tercera parte se dedica al análisis de los *desafíos del sistema bancario* en el entorno globalizado. En este sentido, la competencia, la eficiencia, la productividad y la amplitud y calidad de los servicios de intermediación se han visto afectados desde numerosas perspectivas. Por último, el cuarto núcleo temático del número se centra en las relaciones entre *tecnología y sistema financiero*, y en él se repasan las transformaciones tecnológicas que han afectado de forma notable tanto a la actividad en los mercados financieros como a los sistemas de pago y al negocio bancario.

Con estas cuatro grandes áreas se pretende ofrecer al lector, desde la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas (FUNCAS), una visión generalizada de los cambios que ha supuesto la globalización del sistema financiero y los retos estratégicos que deben afrontar las entidades y mercados financieros en los próximos años. Asimismo, este número 94 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA recoge algunos de los trabajos presentados en un *Workshop* organizado en Septiembre de 2002 por Caixa Galicia y FUNCAS, que ha contado con la presencia de especialistas de reconocido prestigio. Agradecemos, desde estas líneas, el patrocinio y recursos organizativos prestados para este evento por la Fundación Caixa Galicia.

Debe también quedar constancia de la tarea de coordinación de este nuevo número de PAPELES realizada eficientemente por el profesor **Santiago Carbó**, de la Universidad de Granada, con la colaboración de su equipo en el Departamento de Estudios sobre el Sistema Financiero de FUNCAS, que él dirige.

La complejidad y variedad de los cambios experimentados en el entorno financiero con la globalización requiere de un análisis de los factores que, con carácter general, dominan estos cambios. Sin duda, esta tarea no resulta sencilla, por lo que la *parte introductoria* de este número recoge algunas de las *claves del sistema financiero ante el nuevo milenio*, donde términos tales como la liberalización financiera, la regulación prudencial del riesgo o la dinámica del proceso de integración financiera y monetaria gozan de un especial protagonismo.

La contribución que abre este número corresponde a los profesores **Linda Allen** y **Anthony Saunders**, de la City University of New York

**UN SISTEMA  
FINANCIERO  
GLOBALIZADO:  
UN ENTORNO  
COMPLEJO Y LLENO  
DE RETOS**

y de la New York University, respectivamente, y lleva el título «Un panorama de los efectos cíclicos en los modelos de medición del riesgo de crédito». Estos autores, a partir de su dilatada experiencia en el campo de la banca internacional, realizan una revisión de los diferentes modelos de riesgo de crédito desarrollados tanto en la literatura académica como en la perspectiva profesional, con especial atención a las relaciones entre los requisitos de solvencia de las entidades de depósito y el comportamiento cíclico de la actividad crediticia. Estas cuestiones han ganado gran actualidad con las propuestas de adecuación de recursos propios realizadas en el marco del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea (Basilea II), que supone un cambio trascendental en la medición del riesgo. Los autores señalan cómo el negocio bancario sigue una senda procíclica, según la cual las entidades de depósito contraen su oferta de crédito cuando el ciclo entra en la fase recesiva, debido al empeoramiento en su calidad y al aumento de la probabilidad de insolvencia. La consecuencia inmediata es un incremento de las restricciones a la financiación de las economías domésticas y empresas, dando lugar a una reducción del nivel de inversión. Por el contrario, las entidades bancarias amplían el crédito disponible en épocas de expansión, contribuyendo a incrementar el crecimiento económico, si bien debe tenerse en cuenta la posible espiral inflacionista que esta mayor disponibilidad de recursos puede generar.

Los distintos modelos de riesgo de crédito, tanto teóricos como aplicados, han abordado el comportamiento cíclico desde numerosas perspectivas. Si los modelos de riesgo de crédito sobreestiman la probabilidad de insolvencia durante las recesiones, las restricciones sobre el capital pueden ser demasiado elevadas. En este sentido, debe tenerse en cuenta que los principales modelos aplicados hasta la fecha han ignorado la existencia de una correlación sistemática entre la probabilidad de insolvencia, el porcentaje de impagos y los factores que determinan la exposición a esta insolvencia. A este respecto, los profesores Allen y Saunders realizan una contribución fundamental al señalar la necesidad de ampliar los modelos de riesgo crediticio teniendo en cuenta estos factores procíclicos, dado que, de lo contrario, los reguladores podrían concluir (erróneamente) que las entidades financieras ajustan adecuadamente sus recursos propios a partir de los modelos internos de medición del riesgo de crédito, cuando, en realidad, el riesgo subyacente puede ser muy diferente al considerado, existiendo el peligro de acentuar el comportamiento cíclico del crédito.

El papel de la regulación en este entorno de creciente riesgo resulta complejo, puesto que debe tanto promover la competencia como garantizar la estabilidad. En este sentido se desarrolla la contribución del profesor de INSEAD **Xavier Vives**, quien, bajo el título «Compe-

tencia, regulación y estabilidad del sistema bancario», analiza las complejas relaciones entre estabilidad y competencia en el sistema financiero internacional, en un entorno donde confluyen, entre otros, un marcado cambio tecnológico, la globalización e integración de los mercados financieros, la proliferación de las crisis y la pérdida de peso relativo del negocio tradicional. En lo que se refiere a la competencia, el autor señala la posibilidad de que se dé tanto una competencia «excesiva» como un poder de mercado elevado, debido a la naturaleza multiproducto de la actividad bancaria y, por extensión, a las diversas estructuras competitivas resultantes en cada segmento de negocio. Distinguiendo por tipos de negocio, el mayor peso de la banca electrónica no ha podido combatir el ejercicio de poder de mercado en el segmento de banca minorista. Por otro lado, la banca de inversión y mayorista presentan una estructura oligopolística, en la que la intervención podría dar lugar a resultados contradictorios. Del mismo modo, las fusiones entre entidades financieras se presentan como una respuesta estratégica derivada del proceso de integración. La mayor parte de estas fusiones se han producido a escala nacional, estando limitadas las fusiones transfronterizas por las interferencias políticas.

Deben tenerse en cuenta algunas diferencias significativas entre Estados Unidos y Europa, destacando la disminución del nivel de concentración con las fusiones en los mercados locales estadounidenses y el aumento en los europeos, si bien en ninguno de los dos casos los cambios en la concentración han supuesto una alteración significativa de las condiciones competitivas. Otro aspecto fundamental son las diferencias en la tradición histórica de la regulación en los distintos países. Aquellos que cuentan con una estructura regulatoria de fuerte tradición, con costes de quiebra relativamente bajos, presentan un elevado nivel de competencia. Por el contrario, en aquellos en los que esta estructura es más débil, los costes sociales de quiebra son elevados. Por último, no se puede dejar de mencionar el papel de la tecnología en las relaciones entre competencia y estabilidad, donde elementos tales como internet pueden suponer, a medio plazo, un cambio fundamental en el modo de hacer banca al por menor, ofreciendo una gama más amplia de servicios con un coste significativamente más reducido. En cualquier caso, el autor señala cómo el desarrollo de internet puede incrementar la competencia, si bien no hasta el extremo de hacer del bancario un mercado completamente impugnado.

Las diferencias en la estructura competitiva, regulatoria y tecnológica entre los distintos países definen la propia estructura del sistema financiero, así como las distintas funciones que desempeñan los mercados y las instituciones financieras y en qué línea deben actuar las autoridades regulatorias. En este sentido, la tercera contribución de esta parte introductoria —elaborada por **Javier Santillán**, responsa-

ble del Área de Relaciones Internacionales del Banco de España— repasa los principales elementos que definen la estructura actual del sistema financiero en general, y de los mercados financieros en particular. El artículo —titulado «Aspectos estructurales de los mercados financieros mundiales: algunas claves»— presenta un doble objetivo. Por un lado, se trata de responder, desde la perspectiva actual del sistema financiero, a cuestiones clásicas como a qué obedece la evolución de los distintos sistemas financieros y su morfología; qué incidencia puede tener esa evolución en la trayectoria económica de un país; cómo deben repartirse las funciones que desempeñan los mercados de valores y el sistema bancario dentro de un sistema financiero, y en qué sentido ha avanzado la discusión de estas cuestiones dentro de los enfoques institucionales que han proliferado en los últimos años. Por otro lado, se sintetizan las características generales que diferencian la evolución de los mercados financieros en los países avanzados y en los emergentes. En particular, se pone especial énfasis en la división que la internacionalización ha provocado entre los grandes centros financieros y los mercados «locales». El autor analiza el papel que puede desempeñar cada uno de estos mercados en el sistema financiero, así como las implicaciones macroeconómicas del distinto desarrollo financiero de los países y su repercusión sobre la estabilidad del sistema. A pesar del proceso de internacionalización, el autor sostiene que los mercados financieros locales pueden jugar un papel determinante. El desarrollo financiero local favorece la competencia empresarial y un mayor crecimiento, principalmente por las posibilidades que ofrecen los mercados locales a las empresas de menor tamaño, con menor facilidad de acceso a grandes mercados bursátiles.

Teniendo en cuenta estos cambios en los sistemas financieros como consecuencia de la internacionalización, esta parte inicial sobre las grandes claves no podía dejar de lado un proceso tan fundamental y reciente como la culminación de la integración monetaria europea. Para analizar esta cuestión, el número cuenta con la colaboración de **Gabriel Quirós**, asesor de la Comisión Ejecutiva del Banco Central Europeo, con el artículo «La culminación de la Unión Monetaria Europea». Para este autor, la puesta en circulación del euro ha supuesto una operación logística sin precedentes, ya que ha requerido una considerable cooperación entre instituciones públicas y privadas, al producirse la sustitución completa de once monedas. Sin duda, esta implantación definitiva del euro ha supuesto un paso decisivo para proporcionar credibilidad a la moneda y a la propia política monetaria. A ello han contribuido todos los agentes. Por un lado, entidades de crédito, empresas de seguridad, comercios y fabricantes de máquinas expendedoras han participado de forma activa en la consecución final de esta sustitución, a lo que hay que sumarle la importante campaña de información al público. Además, se ha necesitado de la adopción de medidas legislativas y logísticas que han garantizado

la fluidez de la transición y la circulación de las nuevas monedas y billetes. Para ello, el autor señala cómo los estados acordaron fijar, entre otros, objetivos tales como la retirada del efectivo en un período de cuatro semanas a dos meses o poner la nueva moneda a disposición de los agentes distribuidores implicados de forma anticipada. En este proceso, Quirós señala cómo la distribución anticipada de monedas se debió a la especial complejidad que comporta su distribución, a que éstas llegan al público principalmente a través de los comercios minoristas y a que representan un medio para redondear pagos. Sin duda, uno de los mayores temores en la implantación definitiva del euro fue el riesgo de falsificación. En este sentido, se incorporaron elementos de seguridad avanzados —incluyendo una central de análisis y clasificación de las falsificaciones— que le confieren un alto grado de protección, lo cual facilita la comprobación de las autoridades y dificulta su falsificación, con una férrea y estricta vigilancia. Paralelamente, para facilitar su difusión, se han realizado intensas campañas de publicidad.

Se puede considerar que la operación de canje se ha realizado con cierto éxito. Eurostat ha estimado que el redondeo ha podido tener un efecto incremental del 0,16 por 100 sobre la tasa interna de inflación, lo cual indica que el efecto ha sido moderado. Junto a la contribución de los agentes distribuidores, el autor destaca la de los hogares, ya que el proceso de sustitución se ha desarrollado con considerable fluidez. El 70 por 100 de los billetes distribuidos se ha puesto en circulación a través de los cajeros, siendo reajustados algo más de 200.000 en los cuatro primeros días, y sólo en Italia se ha requerido algo más de tiempo. Al final de enero de 2002, la práctica totalidad de las operaciones se realizaban con euros. En cuanto al uso internacional de esta moneda, el Banco Central Europeo ha adoptado una posición neutral, no promoviéndolo ni evitándolo, puesto que su uso externo debe reflejar las condiciones económicas y financieras internas y externas. En este contexto, el euro se ha convertido en la segunda moneda más utilizada, tras el dólar, empleada en una cuarta parte de las operaciones realizadas en los mercados internacionales y en una quinta parte de las liquidadas en los mercados de tipo de cambio.

Una vez analizados los aspectos más destacados del nuevo entorno financiero creado con la globalización, se pasa al análisis de *las tendencias recientes en la política monetaria y de los mercados financieros*. Sin duda alguna, la desintermediación e innovación financieras, la progresiva integración de los mercados de capitales y la entrada en vigor del euro han conllevado transformaciones sustanciales en los mercados financieros y en la instrumentación y grado de eficacia de la política monetaria. La primera aportación de este bloque, titulada «La financiación mediante deuda y la política monetaria del Banco

## **EL PROTAGONISMO DE LA POLÍTICA MONETARIA Y EL DINAMISMO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**

Central Europeo: ¿cuál es la situación transcurridos los tres primeros años?» viene de la mano de **Gabe de Bondt**, economista del Banco Central Europeo. El análisis se centra en dos formas fundamentales de deuda: el crédito y los títulos emitidos por las empresas. El enfoque de De Bondt es doble. En primer lugar, se describe la evolución y principales características de la financiación mediante deuda con la entrada en vigor de la moneda única. En este sentido, la evolución observada de los balances empresariales revela cómo, desde 1999, las acciones y otros títulos similares constituyen el principal componente de la financiación, seguidos del crédito, dependiendo ampliamente de la evolución del primero de su precio. En Estados Unidos las acciones dominan la estructura del pasivo de las empresas. Comparativamente, el peso relativo del crédito como mecanismo de financiación es menor en la Unión Monetaria Europea que en Japón, aunque significativamente mayor que en Estados Unidos.

En lo que respecta al crédito, destaca el destinado a la adquisición de vivienda y a empresas, reduciéndose en términos relativos el crédito al consumo. Por otro lado, el autor muestra cómo la prima financiera externa difiere entre los distintos instrumentos de deuda, hecho que se explica, fundamentalmente, por el riesgo de insolvencia, considerablemente más elevado en el crédito al consumo que en el hipotecario. Por otro lado, se señala cómo el significativo contraste observado entre el diferencial o *spread* (respecto al mercado) del crédito a corto y largo plazo puede venir determinado por los diferentes costes de supervisión e información, sustancialmente mayores en el primer caso.

Tras la descripción de la evolución de los distintos tipos de financiación mediante deuda, el autor realiza un segundo análisis, donde se estudia el denominado *pass-through* (transmisión) del tipo de interés en la política monetaria para el periodo enero 1999-diciembre 2001. Con este objetivo, se distingue entre la transmisión del tipo de interés a un día al tipo de interés del mercado y la del tipo de mercado a la remuneración del crédito. En este sentido, se observa que las entidades ajustan rápidamente el tipo de interés de mercado a las distintas categorías de crédito, excepto la correspondiente al crédito al consumo. El *pass-through* del tipo de interés a un día al tipo de mercado es incompleto (alrededor del 40 por 100), mientras que el tipo de mercado sólo se traslada completamente al tipo del crédito desde 1999, con la política monetaria única. Por último, otro resultado fundamental del análisis es la importancia macroeconómica del canal de la composición del balance bancario, al observarse una significativa incidencia de la política monetaria sobre la prima financiera externa y la actividad económica. En particular, desde diversas perspectivas metodológicas (técnicas de regresión, análisis VAR, análisis de respuesta al impulso) se señala cómo las variables de política monetaria

presentan una incidencia significativa sobre el crecimiento del producto interior bruto.

Puesto que las entidades de depósito parecen desempeñar un papel central en los mecanismos de transmisión de la política monetaria, conviene analizar con mayor profundidad la naturaleza de estas relaciones y cómo las transformaciones en la actividad y la competencia bancaria afectan al canal de transmisión. Este análisis se lleva a cabo en el artículo «Política monetaria y competencia bancaria», elaborado por los investigadores de FUNCAS **Santiago Carbó, Rafael López del Paso, David Pujolar y José Luis Raymond**. Estos autores muestran, para el caso español, cómo el grado de efectividad con el que la política monetaria deja sentir sus efectos sobre la economía real a través del sistema bancario depende, en gran medida, de su estructura de balance. En particular, los autores realizan una evaluación de cómo los cambios en las relaciones entre política monetaria y negocio bancario se dejan sentir en los usuarios de los servicios bancarios en España entre 1992 y 2001, fundamentalmente a través de los cambios en los precios de estos servicios. En cuanto a la evolución de las principales magnitudes, desde el punto de vista del activo destaca el peso decreciente del sistema crediticio y las administraciones públicas en los activos bancarios. Por el contrario, el peso relativo del sector privado («otros sectores residentes») ha incrementado su participación relativa en 8 puntos porcentuales en el período de estudio. El peso relativo de las administraciones públicas y el sistema crediticio parece, asimismo, disminuir desde el punto de vista del pasivo, mientras que el porcentaje de recursos captados del sector privado permanece relativamente estable. Entre estos recursos debe señalarse, sin embargo, la leve caída de los depósitos, teniendo en cuenta la reorientación de parte del ahorro financiero de las economías domésticas y los hogares hacia otros instrumentos más rentables. En definitiva, todos estos movimientos en la estructura de negocio han afectado a la oferta de crédito y, por lo tanto, al modo en que opera el canal de transmisión de la política monetaria.

Por otro lado, y en consonancia con los resultados obtenidos por De Bondt, estos investigadores muestran la existencia de un pequeño diferencial de precios entre las diferentes categorías de crédito, así como de una elevada correlación en su evolución cuantitativa. Con respecto a los depósitos, se observan algunas diferencias entre los correspondientes al corto y al largo plazo. Los de mayor liquidez presentan una variabilidad más elevada debido a su mayor sensibilidad a las condiciones de oferta y demanda.

Por último, tras describir las principales relaciones entre las variaciones en los precios y la composición de balance, los autores estiman el

grado en el que las entidades de depósito españolas trasladan las variaciones en los tipos de interés de mercado a los aplicados a las operaciones activas. Esta estimación se lleva a cabo mediante un modelo de ajuste parcial. Los principales resultados muestran cómo el traslado de las variaciones en el precio del dinero es total en el largo plazo, con un retardo medio y mediano de 1,82 y 0,63 trimestres respectivamente. Este retardo se explica parcialmente al analizar el impacto de la competencia experimentada en los mercados bancarios, aproximada a través del diferencial (*spread*) de precios de créditos y depósitos. De este modo, las menores presiones competitivas que afrontan las entidades con *spreads* más elevados parece mostrar la existencia de retardos en la transmisión de las variaciones en los tipos de interés, tanto más prolongados cuanto más reducido es el nivel de competencia al que se enfrentan.

El análisis de los cambios en la política monetaria por los artículos que abren esta segunda parte ha permitido observar la importancia de la financiación externa para las empresas en el entorno globalizado. En este sentido, junto a la financiación bancaria, la existencia de un mercado de obligaciones de empresa eficiente puede potenciar, asimismo, la inversión de aquéllas y el desarrollo económico. Así se recoge en el trabajo «Cuestiones en torno al mercado de obligaciones de empresa en la Eurozona», realizado por **David Marqués**, economista del Banco Central Europeo, en el cual se muestra la evolución de los mercados de obligaciones de empresa en Europa y las principales necesidades aún presentes para lograr una mayor profundidad e integración en los mismos. En primer lugar, se destaca cómo el desarrollo de este tipo de mercados contribuye a alcanzar una mayor estabilidad en la financiación empresarial, a la vez que se promueve una re colocación más rápida de los fondos, aumentando el nivel de eficiencia en la gestión de la liquidez. Asimismo, contribuye a mejorar el funcionamiento de los mecanismos de control empresarial y estimula el desarrollo de los mercados de acciones. Dentro de los factores que permiten explicar el desarrollo y consolidación del mercado de obligaciones, se concede un lugar destacado a la existencia de un marco de regulación financiera adecuado —especialmente en la esfera relativa a las quiebras y liquidaciones empresariales— que incentive la inversión y la iniciativa empresarial. Otra de las condiciones necesarias señaladas por Marqués es el funcionamiento eficiente de los mercados monetarios, clave para la gestión de la tesorería. En tercer lugar, el desarrollo del mercado de obligaciones de empresa requiere una base inversora amplia y relativamente sofisticada. Sin embargo, la expansión del mercado de obligaciones de empresa puede verse limitada por el poder de mercado ejercido por los grandes bancos, reduciendo los incentivos a la emisión de obligaciones mediante la alteración de los precios de los depósitos y los créditos. Finalmente,

resulta interesante destacar la necesidad de alcanzar una infraestructura de mercado suficiente.

En lo relativo al mercado europeo de obligaciones empresariales, se constata cómo durante los últimos años se ha producido un incremento sustancial de las emisiones, dando lugar a un proceso de consolidación. Esta expansión se ha producido fundamentalmente en aquellos países que ya contaban con una gran presencia en el mercado. Resulta destacable la progresiva adopción por parte de los emisores de una perspectiva transnacional, debida, en parte, a la erosión de la ventaja comparativa inicial de los bancos nacionales de inversión en términos de captación de deuda. Se debe tener en cuenta, sin embargo, que la zona euro no cuenta aún con un marco regulador o contable adecuado para un desarrollo pleno de este mercado. La puesta en marcha del Plan de Acción de los Servicios Financieros (FSAP: *Financial Services Action Plan*) por parte de la Comisión Europea pretende mejorar y armonizar la regulación financiera y alcanzar la integración de los mercados financieros en la Unión Europea, lo que puede impulsar, entre otros, el crecimiento y la consolidación de este mercado.

Continuando en el contexto de los mercados financieros, los profesores de la Universidad de Granada **Juan de Dios Jiménez Aguilera** y **María Teresa Sánchez Martínez** realizan una revisión de las principales transformaciones en un mercado tan determinante en España como el hipotecario, así como sus implicaciones para la financiación de la vivienda. En su artículo, titulado «Mercado hipotecario y financiación a la vivienda. Veinte años de funcionamiento de la Ley del Mercado Hipotecario», se muestra cómo hasta la década de los ochenta el mercado hipotecario español se caracterizaba por su estrechez y escasa flexibilidad, reduciéndose a las operaciones que realizaban el Banco Hipotecario de España y las cajas de ahorros. Los desarrollos regulatorios desde aquel momento han sido numerosos y han tenido una repercusión diversa. Inicialmente, la Ley 2/1981, del Mercado Hipotecario, persiguió la creación de condiciones de mercado adecuadas para que el sistema financiero facilitara los recursos suficientes para la financiación de la adquisición de vivienda. La plena liberalización de los tipos de interés y el mayor dinamismo de las operaciones hipotecarias propició la implicación progresiva en este mercado de las entidades bancarias y los establecimientos financieros de crédito. Sin embargo, los esfuerzos iniciales no fueron suficientes para propiciar el desarrollo de estos mercados de renta fija en España, en un contexto en el que los mercados y los intermediarios financieros se enfrentaban a un entorno cambiante, dominado por la liberalización e innovación financieras. En este sentido, las reformas posteriores han venido caracterizadas por su fuerte dinamismo. Dentro de ellas destaca la ley 19/1992, que supone la puesta en marcha del proceso de tituliza-

ción hipotecaria. Los autores señalan cómo la titulización representa un elemento central para el desarrollo del mercado hipotecario, dado que permite a las entidades financieras emitir nuevos títulos (titulizar) sobre sus activos hipotecarios, dotando a este mercado de una mayor liquidez y profundidad. Si bien en un principio la titulización de activos no alcanzó el desarrollo esperado, su participación ha crecido sustancialmente a partir de 1998, al darse condiciones de mercado más propicias para su difusión y al regularse algunos aspectos centrales de este tipo de negocio, como el funcionamiento y negociación de los fondos de titulización hipotecaria.

Sin duda, el mayor desarrollo reciente del crédito hipotecario se encuentra estrechamente vinculado a la evolución del ciclo económico, con una mejora en las expectativas de renta y coste de la financiación hipotecaria. Sin embargo, la expansión del crédito hipotecario ha llevado aparejado un considerable aumento de los precios de los activos inmobiliarios. Los autores señalan cómo tanto el consumo como la inversión de los hogares se han incrementado de forma notable, si bien la inversión ha sido más elevada. El aumento de la riqueza inmobiliaria explica tanto el importante crecimiento del endeudamiento de los hogares en proporción a su renta como el incremento de los créditos hipotecarios. En dicho segmento, las cajas de ahorros muestran una posición de liderazgo, a pesar de la creciente competencia a la que se han visto sometidas tras el proceso de liberalización.

Otro de los aspectos más llamativos en el entorno financiero globalizado es la expansión alcanzada por el crédito bancario en un contexto de creciente innovación financiera, donde el fenómeno de la desintermediación, desde una perspectiva teórica, debería haber reducido el papel de los activos tradicionales bancarios a favor de activos «desintermediados», más vinculados a los mercados de valores. La evolución de los fondos de inversión en España durante los últimos años constituye el ejemplo más claro de esta paradoja. En particular, el enorme crecimiento registrado por la inversión colectiva se ha desarrollado paralelamente al de activos tradicionales como el crédito, evolución que se explica, en gran medida, por la propia implicación de las entidades de depósito en la distribución de estos fondos de inversión. La conjunción de estos fenómenos ha llevado a que, en el caso español, se hable de desintermediación «vinculada» (a las entidades de depósito). Más allá de estas relaciones, el crecimiento de los fondos en España muestra la mayor diversificación del ahorro y la cultura financiera de los hogares y empresas. Por ello, estudiar a qué criterios responde la elección de un fondo de inversión por parte de los inversores españoles constituye un buen laboratorio del análisis de los cambios en las pautas inversoras del sector privado. En este sentido se enfoca el último trabajo de esta segunda sección, «El inversor ante la elección de fondos de inversión».

Algunos datos para la reflexión», de los profesores **Alfredo Ciriaco**, **Cristina Del Río** y **Rafael Santamaría**, de la Universidad Pública de Navarra. Estos investigadores analizan los factores que determinan la elección de un fondo de inversión, prestando especial atención a la relación existente entre las rentabilidades pasadas y las entradas presentes de liquidez en el fondo.

La multitud de transformaciones que condiciona el entorno globalizado afecta de lleno a las entidades de depósito, que deben asumir su papel, sus retos y sus amenazas en un entorno financiero más complejo, donde conceptos tales como competencia, eficiencia o productividad adquieren una dimensión nueva. Por ello, la tercera parte de este volumen de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se dedica a los *desafíos del sistema bancario*.

## LOS DESAFÍOS DEL SISTEMA BANCARIO

Una de las principales cuestiones se refiere a las elecciones estratégicas de especialización o diversificación productiva. En este sentido, el aumento de las presiones competitivas ha reducido los márgenes de intermediación de las entidades de depósito, lo que ha conducido a estas instituciones a buscar nuevas fuentes de ingresos. Del análisis de estos cambios en los márgenes y precios se ocupa la primera aportación de esta parte, titulada «La evolución de la estructura de ingresos en el sector bancario español», de los investigadores del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas **Juan Fernández de Guevara**, **Joaquín Maudos** y **Francisco Pérez**. Estos autores muestran cómo se ha producido un creciente proceso de desintermediación financiera en el sector bancario español, que se ha traducido en una pérdida de cuota de mercado por parte este sector a favor de los mercados e intermediarios financieros no bancarios. La consecuencia más inmediata ha sido la progresiva reducción del margen de intermediación, junto con el aumento de las operaciones fuera de balance, lo que ha provocado una cierta compensación entre la disminución de los ingresos bancarios tradicionales y un aumento de los ingresos no tradicionales, destacando las comisiones. Como objetivos concretos, los autores tratan de contrastar dos grandes procesos para el sistema bancario español: 1) el aumento en la participación de los ingresos no financieros y las pautas que lo determinan; 2) la posible compensación que estos ingresos representan respecto a la actividad tradicional.

Resulta significativo, como muestran estos autores, que los ingresos netos no financieros se hayan multiplicado por 3,2 de 1986 a 1999, permaneciendo en cambio prácticamente constante la magnitud real de los ingresos netos por intereses. En la comparación entre bancos y cajas de ahorros se observan, asimismo, algunas diferencias relevantes. De este modo, si bien ambos tipos de entidades han aumentado de forma consi-

derable sus ingresos en conceptos distintos del cobro de intereses, los ingresos por intereses netos se han mantenido prácticamente constantes en las cajas, e incluso han disminuido en términos reales en los bancos. El comportamiento es aún más diferenciado entre cajas y bancos en lo que se refiere a los ingresos no tradicionales, ya que las primeras los han multiplicado por 3,6 desde 1992 (año desde el que se dispone de información contable homogénea) hasta 1999, mientras que los bancos los han elevado en mucha menor cuantía (1,3). En cualquier caso, debe señalarse que los bancos partían de un nivel inicial notablemente superior al de las cajas, lo cual indica que estas últimas han realizado un considerable esfuerzo para compatibilizar su marcada vinculación minorista con las exigencias, en términos de diversificación, del entorno competitivo.

Si bien la rentabilidad bancaria no parece haber aumentado de forma apreciable durante los últimos años, los autores tratan de analizar la posible compensación entre la disminución del margen de intermediación y los ingresos procedentes de otras actividades en un modelo donde los ingresos se expresan en función de dos tipos de *output* (tradicional y no tradicional), así como de sus precios, los costes operativos y un conjunto de variables de control (de eficiencia, riesgo e interacción competitiva, entre otros). Los resultados parecen confirmar que las empresas bancarias con un mayor peso relativo de los ingresos no tradicionales alcanzan mayores niveles de rentabilidad. Por lo tanto, parece confirmarse la existencia de una cierta compensación entre las fuentes de ingresos tradicionales y las no tradicionales.

Puesto que tanto la actividad como los márgenes de las entidades de depósito parecen haberse visto notablemente afectadas por la diversificación, resulta de interés profundizar en el comportamiento estratégico que el sector bancario ha adoptado en términos de especialización/diversificación productiva. De ello, se ocupa, desde el Servicio de Estudios del Banco de España, **Ignacio Fuentes Egusquiza**, con el trabajo titulado «Diversificación del negocio bancario en España: estrategias y cambios en su estructura». El autor señala varios elementos dinamizadores en el proceso de cambio en el sector bancario español y europeo, entre los que destaca el intenso proceso de consolidación de los servicios financieros, la culminación de la introducción del euro, la integración y globalización de los mercados y el avance de las tecnologías. La conjunción de estos factores se ha traducido en un incremento de la competencia, dando lugar al desarrollo de canales de distribución alternativos, a la aparición de nuevos productos y técnicas de gestión de riesgos y a la expansión del negocio hacia nuevos mercados.

Por un lado, el autor señala cómo, mediante la reestructuración de las redes y los sistemas de gestión, las entidades han intentado mejorar

sus niveles de eficiencia, con objeto de compensar la caída de los márgenes provocada por la mayor competencia. Por otro lado, con la ampliación de los productos y servicios ofrecidos, se ha pretendido minimizar la pérdida de clientes potencialmente atraídos por los nuevos competidores no bancarios, así como consolidar la base ya existente y el incremento de los ingresos por comisiones. Otra de las vías empleadas para competir en el nuevo entorno ha sido la expansión geográfica. En el caso de las cajas de ahorros, éstas han optado por la expansión dentro de los mercados nacionales, aumentando sus sucursales en los territorios a los que se encuentran más vinculadas. Por el contrario, los grandes grupos bancarios han preferido los mercados latinoamericanos, debido a los grandes márgenes que proporcionan y sus supuestas perspectivas de crecimiento. Como señala el autor, si bien no ha transcurrido un periodo de tiempo suficiente como para evaluar la idoneidad de estas estrategias, la observación de los diferentes márgenes indica que las entidades españolas presentan ventajas competitivas con respecto a las entidades de los países de nuestro entorno. En cuanto a la rentabilidad, ésta presenta un diferencial negativo. Por último, a pesar de la creciente internacionalización de la actividad crediticia, debe destacarse, asimismo, cómo la ratio de dudosos sobre créditos totales es muy reducida, mostrando las mejoras en la gestión del riesgo crediticio.

Otro reto fundamental para el sector bancario en el entorno globalizado es la consolidación. En particular, la liberalización e integración financieras han impulsado un intenso proceso de fusiones y adquisiciones en el sector bancario europeo en los últimos años, que ha suscitado una creciente atención por entender sus causas y consecuencias, tanto desde las perspectivas académica y del propio sector bancario como desde la de las autoridades que han de vigilar la competencia. Partiendo de una metodología innovadora, los profesores **Santiago Carbó** y **David Humphrey** han contrastado la nueva evidencia empírica relativa a uno de los elementos centrales en los procesos de fusión y adquisición: la existencia y magnitud de economías de escala. En su artículo, titulado «Nueva evidencia empírica sobre las economías de escala en el sector bancario», se señala cómo algunos estudios recientes han sugerido la existencia de economías de escala más sustanciales que las que parecían obtenerse en la evidencia empírica previa, resultados que se contrastan con el análisis desarrollado por los autores para evaluar las economías de escala en el sector de cajas de ahorros en España entre 1986 y 2000.

En este artículo se acometen tres grandes objetivos: 1) analizar la importancia actual de las fusiones en la industria de servicios financieros europeos, en el actual contexto de globalización de los mercados financieros y con la Unión Monetaria Europea; 2) ofrecer una panorá-

mica general de los resultados de los principales estudios sobre fusiones y economías de escala en el sector bancario tanto de Estados Unidos como de Europa, y 3) sintetizar algunas de las conclusiones de un reciente y novedoso estudio acometido por estos investigadores en torno a las economías de escala para el sector de cajas de ahorros en España, donde se han producido un gran número de fusiones en los últimos años.

En lo que se refiere a las motivaciones e importancia actual de las fusiones, los autores señalan cómo el ahorro en costes y el reforzamiento de los ingresos suelen ser los argumentos esgrimidos de forma general por las entidades involucradas, si bien deben añadirse otros, como alcanzar una masa crítica mínima —en el caso de las fusiones nacionales— o alcanzar una dimensión adecuada para actuar en mercados globalizados —en el caso de las fusiones transnacionales. Como contrapartida, las autoridades encargadas de la competencia suelen mostrarse recelosas de este tipo de procesos, dado que pueden desembocar en un poder de mercado excesivo que dañe a la competencia. En todo caso, como muestran los autores, existe un elevado contraste entre los supuestos y motivaciones teóricos y los resultados observados finalmente. No obstante, algunas publicaciones recientes están aportando metodologías que, mediante el empleo de funciones de coste más sofisticadas o descontando los efectos del riesgo, la diversificación o el grado de capitalización, permiten mejorar la identificación de la curva de costes medios por tamaños específicos, asumiendo la existencia de más de un mínimo local. Estos estudios revelan, por lo general, que se dan economías de escala más sustanciales con las fusiones de lo que parecía deducirse en la literatura tradicional. Paralelamente, los estudios relativos al impacto de las fusiones sobre la competencia parecen indicar que su efecto no ha sido tan significativo como para mermar la competitividad de los mercados bancarios europeos, que, por el contrario, se ha visto intensificada por los efectos de la desregulación y el impacto de la tecnología.

No cabe duda de que procesos tales como los cambios estratégicos con la diversificación e innovación financieras, o la existencia o no de economías de escala con las fusiones en el sector bancario, determinan un panorama competitivo en el que la eficiencia y la productividad resultan determinantes. En este sentido, el intenso proceso de desregulación que se ha producido en los distintos sistemas financieros ha revelado el interés de las autoridades económicas por aumentar el nivel de competencia vigente en los mercados y, por extensión, su eficiencia. A este respecto, la profesora de la Universidad de Málaga **Ana Lozano** analiza las relaciones entre liberalización y eficiencia y productividad en el artículo «Productividad y estructura de balance en el sector bancario». La autora señala cómo las medidas adoptadas

por las autoridades han ido orientadas a incrementar la competencia en diversas vertientes: precios, productos, servicio y localización. Los efectos esperados se pueden clasificar desde una doble perspectiva: 1) el incremento de la productividad de las entidades financieras, y 2) el incremento de la competencia en los mercados bancarios. Los estudios desarrollados en este sentido han ido orientados a analizar el impacto de la desregulación sobre estas variables, comparando los niveles alcanzados por ellas antes y después de que se lleven a cabo las medidas desregulatorias. Sin embargo, los resultados obtenidos pueden llevar a interpretaciones erróneas debido a ciertas imprecisiones metodológicas. Este tipo de cuestiones son tratadas en el presente trabajo aplicadas al sector bancario español, haciendo especial hincapié en el sector de las cajas de ahorros —donde la desregulación ha sido especialmente intensa tras la liberalización para la apertura de sucursales fuera del territorio de origen de cada caja en 1989—, con objeto de mostrar si los objetivos del regulador han sido cubiertos o no, y en qué medida.

En particular, se observa cómo, de 1989 a 1998, las cajas de ahorros españolas han incrementado su presencia relativa en términos de sucursales, aumentando, asimismo, su cuota de mercado tanto en préstamos como en depósitos. En lo que se refiere a la competencia y la eficiencia productiva, la mera observación de los datos estadísticos parece indicar que el sector de cajas de ahorros ha incrementado considerablemente su competencia y ha obtenido una disminución de sus costes por unidad de producción durante el período analizado. Para contrastar estos resultados empíricamente, se calculan tanto la productividad total de los factores como el *mark-up* (diferencial precio-coste marginal) a partir de una función translogarítmica. Los resultados obtenidos confirman cómo tanto la productividad como el nivel de competencia se han visto afectados positivamente por la liberalización en las cajas de ahorros españolas. En cuanto a la competencia, ésta se ha incrementado sustancialmente en el mercado de los créditos, debido a los cambios regulatorios experimentados tanto en el ámbito nacional como en el comunitario. Por el lado de la productividad, las cajas han mostrado un incremento neto de la productividad de los factores, que puede entenderse como generalizado a pesar de los retrocesos observados en periodos concretos.

Cuando se analiza el impacto de la desintermediación y la innovación financieras en el sector bancario, conviene, asimismo, analizar hasta qué punto se ha ampliado la oferta de servicios bancarios y cómo valoran los consumidores esta diversificación. Estos temas son analizados por en el artículo «La valoración de los servicios bancarios: la hipótesis del *one-stop banking*», realizado por el investigador de FUNCAS **Francisco Rodríguez Fernández**. La diversificación se pre-

senta tanto en su dimensión de negocio, hacia activos y servicios distintos de los tradicionales, como en la tecnológica, con la proliferación de canales de distribución alternativos a la oficina, así como de nuevos medios de pago y servicios telemáticos. Ante estas alteraciones, cabe cuestionarse en qué medida la diversificación se traduce en una mejora del servicio al cliente. En este sentido, el autor se propone examinar si los consumidores valoran la existencia de una banca de múltiples servicios financieros integrados, lo que se denomina *one-stop banking*. Esta hipótesis se contrasta mediante una perspectiva metodológica novedosa, por la cual la valoración se estima de forma indirecta a partir de las economías de gama en ingresos. De existir estas economías, dos hipótesis resultarían plausibles, si bien excluyentes: 1) los consumidores valoran el *one-stop banking*, o 2) las entidades amplían sus márgenes e incrementan su poder de mercado al diversificar sus fuentes de ingresos.

El contraste de ambas hipótesis se realiza para el sistema bancario español entre 1993 y 1999. La mayor parte de los estudios bancarios referidos a las economías de gama se han centrado en los costes o beneficios de la entidad, a la vez que han limitado el análisis a la actividad dentro de balance. Teniendo en cuenta esta limitación, el análisis de las economías de gama puede extenderse a las complementariedades en ingresos. Las sinergias en el consumo de servicios bancarios derivarían, teóricamente, de la reducción de los costes de transacción, transporte y búsqueda, al ofrecer un mismo proveedor varios de estos servicios. Mediante el empleo de una función compuesta, se estiman las economías de gama y complementariedades en ingresos para varias definiciones y combinaciones de *output*, incluyendo tanto la actividad dentro como fuera de balance. Asumiendo la existencia de competencia monopolística, los resultados muestran cómo la diversificación hacia las operaciones fuera de balance permite observar la existencia de complementariedades en los ingresos, especialmente intensas entre los créditos y los depósitos, así como entre los valores, los fondos de inversión y los créditos. Por lo tanto, y tras comprobarse que no se incrementa el poder de mercado, se concluye que los consumidores valoran la diversificación de los servicios bancarios en España. Resulta, en cualquier caso, destacable cómo esta valoración por parte de los consumidores es apreciable sólo cuando se introducen las operaciones fuera de balance.

Junto con la diversificación de negocio y sus implicaciones competitivas y para la valoración del consumidor, la liberalización ha inducido, asimismo, un proceso de expansión geográfica, especialmente intenso para el sector de cajas de ahorros, con la citada liberalización para la apertura de sucursales en 1989. Las implicaciones competitivas de esta expansión son analizadas en el trabajo «Contacto multimercado

y solapamiento de mercado en las cajas de ahorros», de los profesores de la Universidad de Zaragoza **Lucio Fuentelsaz** y **Jaime Gómez**.

Cuando dos empresas participan, de forma simultánea, en dos o más mercados, el reconocimiento mutuo de sus interdependencias puede suponer que dichas empresas cooperen o, simplemente, se toleren. Este principio es mantenido por aquellos que señalan cómo la «tolerancia mutua» puede disminuir la competencia cuando se da el contacto multimercado. A pesar de estos argumentos, los estudios que han tratado de contrastar el vínculo entre competencia multimercado y rivalidad entre empresas muestran resultados poco consistentes, aunque los últimos estudios longitudinales presentan evidencia empírica que apoya la existencia de un efecto positivo del contacto multimercado sobre la tolerancia mutua.

El último de los artículos que se ocupa de los retos del sistema bancario, titulado «La información financiera de las administraciones públicas y las entidades de depósito», pretende subrayar y, en cierto modo, reivindicar la creciente importancia de la información financiera de las administraciones públicas a la hora de determinar sus relaciones contractuales con las entidades de depósito. De estas cuestiones se ocupan los profesores **Antonio López Hernández** y **Carmen Caba**. Estos autores muestran cómo, en el actual contexto de incertidumbre, la disponibilidad de información en adecuados términos de calidad, contenido y fiabilidad resulta trascendental para la reducción del nivel de riesgo asociado a la toma de decisiones de las entidades de depósito como grandes financiadoras de las administraciones públicas y, especialmente, de los entes locales. Para que este proceso resulte adecuado, se requiere que la información financiera pública suministrada se interprete adecuadamente, para lo que resulta necesaria una capacitación adecuada por parte del personal encargado del análisis de riesgo y que las personas que actúen como interlocutoras conozcan suficientemente la situación financiera de la entidad.

Los autores, a partir de los resultados de un cuestionario enviado a responsables de los departamentos de análisis de riesgo de las entidades bancarias, ponen de manifiesto que el personal encargado del análisis de este tipo de cuestiones cuenta con la capacitación adecuada, si bien esto no implica que haya adquirido los conocimientos suficientes para el análisis de los estados financieros de las entidades públicas, lo cual requiere una continua actualización. Por un lado, el grado de especialización en esta materia no resulta muy elevado, siendo las cajas de ahorros y las entidades de mayor dimensión las que cuentan con más especialistas en este campo. Por otro lado, para que esta labor se viera favorecida, se requeriría un mayor conocimiento de la contabilidad y los presupuestos de la Administración lo-

**LA TECNOLOGÍA,  
UN EJE  
FUNDAMENTAL  
EN EL DEVENIR  
ACTUAL  
DEL SISTEMA  
FINANCIERO**

cal. En este sentido, resulta fundamental constatar quiénes son los interlocutores en las administraciones locales para facilitar la información financiera necesaria y, en su caso, resolver las posibles dudas en torno a ella. Por lo general, es con estas personas con las que se producirá una mayor interrelación durante el proceso de solicitud y concesión del crédito.

El análisis del papel de *la tecnología en el sistema financiero* cierra el contenido del presente volumen de PAPELES. No cabe duda de que el cambio tecnológico ha sido un factor determinante para explicar tanto la creciente integración y sofisticación alcanzada por los mercados de valores y sus sistemas de negociación como las transformaciones en los mecanismos de distribución y el desarrollo de la actividad de las entidades financieras. Sin duda alguna, los medios telemáticos, y en particular internet, representan uno de los pilares básicos del cambio en el sistema financiero y el desafío más determinante en el futuro inmediato.

La primera de las aportaciones de esta parte, titulada «Tecnología y mercados financieros», corresponde a **M<sup>a</sup> Nieves García Santos**, directora de Estudios y Relaciones Externas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Para esta autora, el desarrollo masivo de las tecnologías de redes, y en particular de internet, ha provocado sustanciales y profundas transformaciones en la organización de la industria financiera y en la operativa de las empresas. Este cambio se manifiesta en la creciente proporción de empresas de cierto alcance internacional que deben encontrar su nicho de mercado, con independencia de las barreras geográficas y la regulación específica del sector en el que actúen. Desde el punto de vista de los inversores, estas tecnologías incrementan de manera notable la información disponible, a la par que facilitan la comparación de precios. Con ello, se reducen las fricciones asociadas al manejo de la información disponible con carácter exclusivo, obligando a las empresas a incrementar la diferenciación del producto y, en general, su calidad. A pesar de la desnaturalización de la presencia física en la prestación del servicio que este proceso supone, la autora otorga aún un papel destacado al cara a cara, por lo que los modelos financieros futuros apuntan a una estructura dual de *brick and click*.

Otro fenómeno relevante asociado al manejo de un mayor volumen de información es la aparición de nuevos agentes que ofrecen servicios de agregación de la información de distintas empresas financieras, lo que facilita al inversor la comparación y la elección. Una proporción importante de estos agentes carece de naturaleza financiera, lo cual hace que no se encuentren sujetos al régimen especial de autorización y supervisión. Esto presenta importantes retos para los en-

tes encargados de la supervisión y la regulación. El principio fundamental es que la regulación de los servicios financieros debe ser neutral respecto al canal de comercialización, a no ser que implique riesgos diferenciales, hecho que parece darse en el caso de internet. Por ello, la autora señala la necesidad de desarrollar tareas de regulación en, al menos, dos campos: 1) la cooperación de las autoridades reguladoras de los diferentes países, y 2) la normalización de las pautas de conducta exigibles a los proveedores de servicios financieros, con objeto de evitar conflictos legales internacionales. Por último, se destaca igualmente la necesidad de imponer ciertas normas a los servicios de internet —para lo que ya avanza la legislación comunitaria—, al igual que incrementar el alcance de los supervisores financieros, al menos cuando se considere que pueden darse comportamientos fraudulentos.

El segundo de los artículos de esta parte, bajo el título «Efectivo, pagos electrónicos y señoreaje en España», se centra en el desarrollo de los medios de pago, una de las áreas donde el cambio tecnológico ha resultado más intenso y las repercusiones más significativas, tanto para las entidades de depósito como para las empresas y hogares y las autoridades monetarias. En este sentido, los profesores **Santiago Carbó, David Humphrey y Rafael López del Paso** analizan la situación del sistema de pagos español durante la década de los noventa, así como la repercusión de la introducción de nuevos instrumentos de pago sobre el señoreaje. Durante los últimos años, el sistema de pagos español se está viendo sometido a una intensa transformación que, sin embargo, no ha evitado que el efectivo continúe manteniéndose como el medio de pago de mayor aceptación. El flujo de efectivo empleado para la liquidación de los pagos no puede ser conocido con exactitud, por lo que se requiere el empleo de indicadores tales como la ratio circulación fiduciaria/PIB. En este sentido, la comparación internacional de este indicador pone de manifiesto cómo en España el efectivo presenta una importancia comparativamente elevada. Dentro de los medios de pago distintos del efectivo, se observa cómo predominan las operaciones realizadas con instrumentos de pago electrónicos en relación con las que emplean como soporte el papel. Sin embargo, el número de operaciones electrónicas anuales en términos per cápita es, aún, considerablemente reducido.

Los autores muestra cómo, a pesar de su relevancia, el efectivo fue significativamente reemplazado por el cheque durante la década de los ochenta. Sin embargo, esta tendencia se ha visto truncada a principios de la de los noventa debido al establecimiento de comisiones más elevadas en su emisión. Paralelamente, la difusión del cajero automático y de los terminales punto de venta ha desembocado en una mayor importancia relativa de la tarjeta de pago, lo cual puede gene-

rar una ganancia de eficiencia del sistema de pagos, debido al menor coste asociado a la realización de una transacción con este tipo de instrumentos. En términos de señoreaje, el menor uso del efectivo ha reducido los ingresos públicos obtenidos por este concepto, si bien no se puede considerar que sus efectos sean aún de gran magnitud. Por otro lado, y teniendo en cuenta las experiencias piloto llevadas a cabo en el continente europeo, no parece que el monedero electrónico vaya a desplazar al efectivo en la liquidación de las operaciones de pequeño importe en el medio plazo.

En el último de los artículos de este número, se aborda uno de los componentes del desarrollo tecnológico más fundamentales, y sobre el que, sin embargo, se dispone hasta el momento de escasa información: el desarrollo de la banca por internet en el sistema financiero español. El artículo, titulado «Perspectivas de la banca en internet en el sector financiero español», corresponde al profesor de la Universidad de Jaén **Enrique Bernal**, quien muestra cómo el desarrollo tecnológico ha supuesto un cambio radical en el tratamiento de la información entre los agentes, lo cual ha dado lugar a transformaciones sustanciales en la composición de los mercados y en la competencia dentro de ellos. Esta tendencia se ha manifestado de forma especialmente intensa en el sector bancario, debido a las múltiples ventajas potenciales que parecen derivarse de la implantación de tecnologías como internet. Entre ellas, se destaca el posible reajuste de la infraestructura de servicios, el cambio en la orientación del mercado, la reducción de costes operativos, la generación de ingresos compensatorios ante la caída del margen de intermediación y, en definitiva, la respuesta a una demanda cada vez más exigente derivada de la creciente cultura financiera.

Una de las principales estrategias adoptadas por el sector bancario ha sido el desarrollo de los sistemas automatizados de banca a distancia, ya que con ello se asegura el mantenimiento de la plantilla en el largo plazo, evitando alteraciones traumáticas en este sentido. El desarrollo alcanzado por el sector bancario español en esta materia, en términos de difusión de cajeros automáticos, terminales punto de venta o banca telefónica, ha resultado, sin embargo, bastante modesto en relación con el nivel alcanzado por otros países desarrollados, a pesar de la capacidad de asimilación y disposición para su adopción de los diferentes pilares institucionales que configuran el sistema bancario. En relación con la banca por internet, al igual que en la implantación de tecnologías anteriores, el autor subraya la ausencia de una respuesta suficiente de la demanda, debido a la desconfianza de los usuarios, la falta de información y la carencia de hábitos. Las actuaciones llevadas a cabo por las entidades financieras españolas van orientadas a establecer las condiciones adecuadas en esta materia, para lo cual cuentan con el apoyo de otros entes públicos y privados que están tomando las medidas pertinentes

para salvar las deficiencias técnicas y normativas que alimentan la desconfianza entre los consumidores. Para que se cumpla el objetivo deseado, tanto el público como el personal bancario debe contar con la información oportuna acerca de las características y los precios de los productos ofrecidos a través de este canal de autoservicio bancario. Estas condiciones se están viendo favorecidas por la propia evolución del mercado y del entorno, debido al importante despliegue publicitario, al crecimiento de la capilaridad de la red y a la elevada familiaridad de las nuevas generaciones con el empleo de estas tecnologías.

El número 94 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA está destinado, siguiendo una amplia tradición, a evaluar la situación actual de los intermediarios y mercados financieros. Algunas conclusiones emergen con cierta intensidad de ese análisis. Queden aquí expuestas para orientación de los lectores.

## A MODO DE CONCLUSIÓN

**1ª.** La globalización de los mercados y del negocio de las entidades financieras ha incrementado la atención de la comunidad académica, los profesionales y los reguladores en torno a un concepto básico: el riesgo. La complejidad alcanzada por el negocio financiero, en el que cada mercado presenta características, regulaciones y condicionamientos culturales e históricos diversos, hace más complejo y, en gran medida, más valioso un adecuado tratamiento del riesgo. En este sentido, resulta destacable la preocupación en el seno de la Unión Europea, por dos grandes frentes: 1) el desarrollo de numerosas medidas tendentes a garantizar la estabilidad y el control del riesgo en los mercados de valores europeos, a través del Plan de Acción de los Servicios Financieros (FSAP), y 2) la adaptación del Nuevo Acuerdo sobre el Capital de Basilea no sólo a las entidades de depósito, sino al conjunto de empresas de inversión.

**2ª.** La política monetaria adquiere en el seno de la Unión Monetaria Europea un protagonismo sin precedentes. De este modo, algunas de las aportaciones incluidas en este número han mostrado cómo la adopción final de la moneda única ha supuesto un cambio fundamental. Por un lado, la transmisión y efectos finales de la política monetaria ha sido más efectiva con la implantación final del euro. Por otro, la política monetaria ha encontrado en el crédito bancario su canal principal de transmisión en su objetivo de repercutir sobre la economía real. En este sentido, en un entorno dominado por la desintermediación, y donde la dependencia financiera del crédito bancario por parte de las empresas y hogares es acusada, conviene adoptar los mecanismos necesarios para garantizar la salud y vigencia de estos canales de transmisión.

**3ª.** En algunos de los artículos de este número se ha insistido en la importancia que deben adquirir los mercados de renta fija en la finan-

ciación empresarial. En este sentido, el estímulo de la actividad inversora por parte de las empresas se multiplica cuando éstas pueden acceder a fuentes de financiación distintas del crédito, y en particular a la renta fija. Sin embargo, la profundidad de los mercados de renta fija europeos resulta muy heterogénea, si bien se están adoptando las medidas necesarias para alcanzar una mayor integración y dotar de mayor dimensión, liquidez y accesibilidad a estos mercados.

**4ª.** Se observa una integración cada vez mayor entre la actividad de los intermediarios bancarios y los mercados financieros. Esta actividad se manifiesta en el papel que desempeñan las entidades de depósito, que actúan, en un gran número de casos, como auténticas empresas de servicios de inversión: gestionando carteras de activos y realizando inversiones directas en los mercados de valores. La consecuencia más clara de esta interacción ha sido la diversificación del negocio, las fuentes de ingresos y los riesgos de los intermediarios bancarios. En cualquier caso, resulta conveniente señalar que, al menos hasta el momento, esta diversificación no ha restado protagonismo a la actividad típica tradicional de estas entidades, el crédito, sino que ha multiplicado las posibilidades de especialización productiva en el sector.

**5ª.** El sector bancario está afrontando, con cierto éxito, los retos que le impone el entorno globalizado. Por un lado, se observa cómo la liberalización ha tenido un efecto trascendental, impulsando la competencia bancaria en todos los ámbitos territoriales (provincial, local, nacional e internacional) y contrarrestando los efectos teóricamente negativos de la consolidación. Por otro, la desintermediación financiera se ha manifestado más como una diversificación de la actividad bancaria que como una pérdida de importancia de ésta en el conjunto del negocio financiero. De este modo, las entidades bancarias se han convertido, en casos como el español, en las protagonistas del proceso de diversificación financiera, ofreciendo a su clientela servicios tales como la gestión de renta variable, la venta de fondos de inversión y pensiones, de seguros, etcétera.

**6ª.** Por último, la tecnología se revela como el gran elemento dinamizador del sistema financiero. Así pues, se ha observado cómo el desarrollo de los medios telemáticos ha permitido reducir gran parte de las barreras y fricciones que limitaban la integración y apertura de los mercados financieros europeos. Del mismo modo, el desarrollo tecnológico ha acercado al consumidor una mayor variedad de servicios financieros, más fácilmente comparables, a la vez que se han desarrollado extraordinariamente medios de pago diferentes al efectivo, como las tarjetas de pago, a cuya difusión ha contribuido, sin duda, el sistema bancario (desarrollo de cajeros automáticos, conexión con

puntos de venta, etc.). Entre todas las manifestaciones tecnológicas, sin embargo, destaca internet. Su papel ha sido trascendental en la reducción de las fricciones que alejan a los hogares de la actividad financiera, si bien aún su desarrollo como mecanismo de difusión de los servicios financieros es limitado. Sin embargo, las innumerables ventajas competitivas y de reducción de costes que ofrece internet auguran, sin duda, una difusión futura significativamente mayor, si bien se prevé una cierta coexistencia de estos servicios financieros con aquellos que requieren una presencia física que, en ocasiones, es insustituible.