



FEDEA

FUNDACION DE ESTUDIOS DE
ECONOMIA APLICADA

JORGE JUAN. 46
28001 MADRID
TELS. 435 04 01 / 91
FAX: 577 95 75

EL IMPACTO DE LA INTEGRACION EN
LA INDUSTRIA FINANCIERA ESPAÑOLA*

por

Luis A. Mañas Antón**

FEDEA

DOCUMENTO DE TRABAJO

91-14

Enero 1991

* Este documento forma parte del estudio realizado sobre la economía española para el proyecto de la Comisión Europea-CEPR "Unity with Diversity in the European Economy". El autor quiere agradecer los útiles comentarios y sugerencias realizadas a la versión inglesa por Angel Bergés, Ignacio Ezquiaga, José M. García Hermoso, Antonio Torrero y José Viñals.

** Director del Gabinete de Presidencia, REPSOL, S.A.

INDICE

- I.- Introducción
- II.- El sector bancario: ineficiencia y rentabilidad.
- III.- El sector bancario: concentración y poder de mercado.
- IV.- El sector bancario: tamaño óptimo.
- V.- El sector bancario: efectos de armonización de
 coeficientes.
- VI.- Mercados monetarios y de capitales.
- VII.- Mercado bursátil: Reforma y perspectivas de futuro.
- VIII.- Conclusiones.
- IX.- Referencias.

I.- INTRODUCCION

Desde 1986, el año en que España se incorporó a la Comunidad Económica Europea, la idea de la convergencia hacia un mercado único a partir de 1992 ha abandonado el campo de la imaginación y se ha convertido en un horizonte real para el cual se preparan empresas y gobiernos. Esto es particularmente cierto para la industria financiera europea: tanto los que participan en el mercado como las autoridades reguladoras son conscientes de la importancia de los cambios que tendrán lugar y están reaccionando ya al nuevo entorno competitivo que se espera que prevalezca después de 1992.

La industria financiera española no ha sido una excepción. De hecho, en los últimos dos años el sector financiero se ha visto sacudido por cambios importantes directamente ligados al nuevo panorama competitivo. Algunos de estos cambios han tenido mucha resonancia pública, como el fin del "status quo" de los principales bancos (tras el intento de adquisición de Banesto por parte del Banco de Bilbao) o la reforma de la Bolsa. Otros cambios, sin embargo, han sido más silenciosos, como la redefinición de la estrategia de la mayoría de las instituciones financieras. En cualquier caso, la fecha mágica de 1992 ha sido y será el principal punto de referencia para las decisiones a largo plazo de las empresas financieras españolas y de las autoridades reguladoras.

El objetivo de este capítulo es analizar algunos de los temas clave para evaluar el impacto de la liberalización financiera de 1992. Las secciones II a V analizarán los aspectos específicos del sistema bancario más importantes de cara a la integración: la tesis comunmente mantenida sobre la elevada ineficacia y rentabilidad de los bancos españoles (sec. II); la concentración y el grado de competencia bancaria (sec. III); el tamaño óptimo y la evidencia existente sobre economías de escala en la banca (sec. IV); y los efectos presupuestarios debidos a la convergencia en materia de regulación de coeficientes (sec. V). Las dos secciones siguientes examinan la situación actual de los mercados monetarios y de valores: la sección VI trata de los mercados de renta fija, mientras que la sección VII analiza el pasado, presente y futuro de la Bolsa española. Finalmente, la sección VIII presenta brevemente las conclusiones principales a las se llega en los análisis previos¹.

1. Este trabajo es una traducción actualizada, con muchas modificaciones, de Mañas (1989), que sirvió de base para el capítulo sobre el impacto del "shock" de 1992 en la economía española en Bliss y De Macedo (1990). También discute aquí material presentado más extensa-mente en Mañas (1990a, 1990b).

II. EL SECTOR BANCARIO: INEFICIENCIA Y RENTABILIDAD

En relación con sus colegas europeos, los bancos españoles suelen ser caracterizados (Vives, 1988a; Ballarín, Gual y Ricart, 1988; Torrero, 1988) por dos rasgos distintivos: altos costes de transformación y, al mismo tiempo, una elevada rentabilidad. La tesis convencional es que los bancos españoles disfrutan de altos márgenes de intermediación, que les permiten incurrir en elevados costes de transformación y, aún así, mantener niveles de rentabilidad aparentemente superiores a los de los bancos europeos. La interpretación económica de los dos hechos anteriores, es que los bancos españoles son muy ineficaces, pero capaces de seguir siendo rentables debido al ejercicio del poder de mercado.

Examinaremos estos temas de ineficiencia relativa y ejercicio de poder de mercado en las secciones II y III de este capítulo. En esta sección, se presentarán algunos ratios comparativos que intentan ofrecer evidencia "prima facie" de la elevada rentabilidad y costes de transformación de los bancos españoles.

1. Costes de transformación

El cuadro I presenta algunos ratios comparativos para España, Francia, Alemania e Italia, que parecen apoyar la tesis de que el sistema bancario español tiene costes más elevados por unidad de producto que los sistemas bancarios de otros países de la CEE:

CUADRO I

INDICADORES COMPARATIVOS DE PRODUCCION Y COSTES EN EL SECTOR BANCARIO
(En porcentaje)

	España	Francia	Alemania	Italia	
1. Participación VAB en el PIB.....	6,10	4,50	5,60	5,60	1
2. Participación en el empleo.....	3,90	3,40	3,70	2,50	1
3. Préstamos bancarios / PIB.....	99,00	93,00	139,00	96,00	1
4. Costes laborales / activos.....	2,10	1,35	1,48	2,14	1
5. Costes generales (bancos) / activos.....	3,00	2,12	2,24	2,97	1
6. Costes generales (cajas) / activos.....	3,83	--	2,17	2,16	1
7. Habitantes por sucursal.....	1.191	2.636	1.530	4.192	1
8. Diferencia entre tipos activos y pasivos.	6,10	5,10	5,30	4,50	1
9. Margen de intermediación / PIB.....	7,20	4,30	4,70	--	1
10. Caída media en precios (I. Cecchini).....	34,00	25,00	33,00	18,00	1

Fuente: Mañas , 1989a.

* El porcentaje del valor añadido por el sector financiero sobre el total de P.I.B es mayor en España que en los otros países de la CEE. Esto puede ser interpretado como que en España hay demasiados bancos o como que los servicios financieros tienen precios excesivamente altos, debido a la ineficiencia de los bancos y/o a prácticas no competitivas (ver Steinherr y Gillibert, 1988).

* El porcentaje del empleo en el sector financiero sobre el total del empleo es también mayor en España (3,9% frente a la media de 3,2% para los otros países de la tabla).

* Un indicador del volumen de producción del sector financiero español es el valor de los préstamos bancarios vivos sobre el PIB. Comparándolo con la participación del valor añadido bancario en el PIB (que es una medida de coste), podemos tener un indicador aproximado de los costes relativos por unidad de producción. Este indicador es mayor para España que para el resto de los países europeos, lo que es coherente con la hipótesis de ineficacia del sector bancario español.

* Las filas 4 - 7 apoyan también dicha hipótesis. La industria bancaria española tiene los costes operativos más elevados entre los países incluidos en la tabla: los bancos y cajas de ahorro españoles tienen el ratio más elevado de costes generales sobre activos totales; los costes laborales sobre activos son ligeramente inferiores a los de

Italia, pero más elevados que en Francia o Alemania; y, finalmente, España tiene la red de sucursales más densa de Europa, lo que implica que los bancos españoles tenderán a tener costes fijos más elevados que otros bancos europeos.

* El resto de los indicadores presentados en la tabla IV (filas 8-10) miden directamente el margen de intermediación en el sector bancario. Estos resultados reflejan que España tiene el diferencial más elevado entre tipos activos y pasivos y, además, el ratio más elevado de margen de intermediación sobre PIB. Esto último puede indicar tanto que España utiliza una mayor proporción de sus recursos en la intermediación ahorro-inversión o como que los impuestos sobre la intermediación financiera (tal como el coeficiente de caja, como veremos más tarde) son más elevados en España que en cualquier otro país europeo. Finalmente, el informe Cecchini estimó que la liberalización de los mercados financieros europeos en 1992 implicará un 34% de reducción media en los precios de los servicios financieros españoles, la mayor reducción entre todas las economías de la CEE analizadas en dicho informe. Es decir, España será el país que se beneficiará más de la convergencia de precios y costes hacia niveles comunes para toda la CEE.

Las consideraciones anteriores apoyan claramente la afirmación convencional de que los costes de transformación en el sector financiero español están entre los mayores de los países de la CEE. También parecen indicar que una posible explicación es que en

España hay una asignación ineficiente de recursos en el sector de la intermediación financiera bancaria.

Sin embargo, aceptar que los recursos se hallan asignados ineficientemente no puede ser el final de la cuestión. Tal afirmación implica que o bien las empresas conscientemente no maximizan beneficios, o que hay otros factores importantes en juego que no se han tenido en cuenta.

En ese sentido, la intuición parece indicar que en el caso del sector bancario español puede haber explicaciones convincentes para la existencia de asignaciones relativamente ineficientes que no entren en conflicto con el supuesto de maximización de beneficios. Estas explicaciones se basarían principalmente en el rápido proceso de desregulación que ha afectado a los mercados financieros españoles durante los últimos años. Bajo este proceso los bancos han pasado de una situación en la que todos sus precios eran establecidos por las autoridades monetarias y la competencia se basaba necesariamente en variables distintas del precio (como la localización o los servicios gratuitos), a una situación de tipos de interés y comisiones completamente libres. Dado que el capital físico y humano de los bancos estaba especialmente preparado para competir en un entorno completamente regulado, el rápido proceso de desregulación, junto con las restricciones a las que los bancos se enfrentan para reajustar su asignación de recursos, puede hacer que parezcan temporalmente ineficientes.

2. La rentabilidad de los bancos españoles

El tema de la alta rentabilidad de los bancos españoles dista mucho de estar tan claro como podría hacernos creer la retórica política o periodística. La literatura económica sobre el tema se encuentra dividida entre aquellos que suscriben la afirmación de alta rentabilidad -como Trujillo, Cuervo-Arango y Vargas (1988); Ballarín, Gual y Ricart (1988), o Torrero (1989)- y aquellos que son más escépticos sobre el tema -como Steinherr y Gilibert (1988), o Caminal, Gual y Vives (1989).

El tamaño absoluto de los beneficios de los grandes bancos españoles es un típico tema demagógico, manejado por periodistas y políticos. La medida económica correcta de la rentabilidad bancaria tiene que ser expresada no en términos absolutos, sino relativos. El nivel de rentabilidad debe medirse mediante un índice que relacione los beneficios con los fondos invertidos para obtenerlos; es decir, debe ser una medida de la rentabilidad de la inversión. Hay dos ratios que se emplean tradicionalmente para evaluar la rentabilidad bancaria:

- Rentabilidad de los activos totales medios (RSA).

Los gráficos I y II muestran la evolución tendencial de la concentración del mercado bancario español. En ellos se observa que hasta 1988, se ha mantenido la tendencia a la reducción de la concentración identificada por Fanjul y Maravall (1985), habiéndose incluso acelerado en la década de los 80. En términos de cuota de mercado de los 5 mayores bancos sobre el total de la banca privada, vemos que ha habido un descenso de un 8%, pasándose del 50% en 1980 al 46% en 1988 (tabla V). En términos de la cuota de mercado de los 5 mayores bancos o cajas sobre el total de ambos tipos de entidades, la reducción ha sido todavía más importante, pasándose del 33% en 1980 al 28% en 1988, valores estos que se encuentran por debajo de la media comunitaria. A la misma conclusión se llega utilizando el índice de Herfindahl (gráfico II): entre 1980 y 1988, se pasa de 32,3 bancos y cajas equivalentes a 38,5. La conclusión que se obtendría es que la estructura del mercado bancario nacional se encontraba en 1988 bastante atomizada y sometida a un proceso tendencial de desconcentración.

En los gráficos anteriores, al no tener datos históricos comparables en Fanjul y Maravall (1985), no se reflejaban medidas de concentración que tomasen a los grupos bancarios como unidad de decisión. Con datos de 1989 tenemos que los cinco mayores grupos bancarios controlaban el 37,3% (ver tabla VI) del pasivo de acreedores de bancos y cajas de ahorros. Utilizando el índice de Herfindahl, tenemos que en 1989 la estructura de mercado era equivalente a la que se obtendría con 25 grupos bancarios o cajas de igual tamaño. Ambas

cajas de ahorro desde 1977 apuntan a una consideración conjunta de ambos tipos de instituciones, aunque, "de facto", bancos y cajas están aún concentrados en diferentes segmentos del mercado.

Similares consideraciones se pueden hacer, como veremos, respecto a considerar como unidad de análisis los grupos bancarios, en lugar de los bancos individuales. Estos grupos están compuestos por un banco matriz que controla una serie de bancos filiales, con mayor o menor grado de autonomía en sus decisiones¹¹.

11. Los bancos filiales son, básicamente, de tres tipos:

- * bancos regionales, que coexisten con el banco central en el mismo territorio, pero explotan la imagen de estar más unidos a la región (por ejemplo, Banca Catalana del grupo BBV, o el Banc Català de Credit, del grupo Banesto).
- * bancos de inversión, que se mantienen fuera de la estructura del banco central por motivos operativos (por ejemplo, el Banco Santander de Negocios del grupo Banco Santander).
- * marcas secundarias, que permiten cierta segmentación del mercado, ya que el banco puede ofrecer tipos de interés y condiciones diferentes según las elasticidades de demanda del sector de población al que se dirige el banco (población urbana vs. rural, población con tipos marginales del impuesto sobre la renta altos, etc). Ejemplos de estas marcas secundarias serían el Banco de Comercio o Privanza, en el grupo BBV.

como los presentados en Stigler (1964) o Cowling y Waterson (1976). Este último modelo es aplicado por Fanjul y Maravall (1985) al caso de una empresa bancaria, mostrando que el margen oligopolístico (diferencia entre los tipos de interés bajo oligopolio y bajo competencia perfecta es proporcional al valor del índice de Herfindahl.

Hay dos temas que deben ser considerados previamente al cálculo de cualquiera de las medidas de concentración. El primer tema es la elección de una variable que pueda representar adecuadamente el tamaño de un banco. Para comparar con resultados anteriores, nos centraremos en la misma variable que utilizaron Fanjul y Maravall (1985): la partida de Acreedores del pasivo del bancario, que incluye depósitos a la vista y a plazo, pagarés bancarios, etc.¹⁰.

El segundo punto es la definición de las empresas que son competidoras en el mercado bancario. Este siempre es un problema discutible cuya solución, por lo general, requiere una gran dosis de "judgment". En el caso de la industria bancaria, el problema concreto es si los bancos comerciales y cajas de ahorro deben ser analizados conjuntamente o por separado; es decir, si bancos y cajas de ahorro realmente compiten por el mismo mercado. En nuestra opinión, los cambios sustanciales en la regulación de la actividad de las

¹⁰. Como muestran Gual y Vives (1990), se llega a resultados similares utilizando una partida representativa del activo como el volumen de créditos.

de Herfindahl⁸. El primero es un nombre un tanto pomposo para denotar la cuota de mercado controlada por las X empresas más grandes del sector. Es un índice sencillo e ilustrativo que tiene dos problemas como medida de concentración: es independiente del número total de empresas en el sector y no tiene en cuenta el tamaño de las empresas que siguen a las X más grandes.

Una medida de concentración más sofisticada es el índice de Herfindahl, que se define como:

$$H = \sum_{i=1}^N C_i^2$$

donde C_i es la cuota de mercado de la empresa i. Este índice toma un valor máximo de 1, para el caso de monopolio, y un valor mínimo de cero, en el caso de competencia perfecta. El índice de Herfindahl tiene todo tipo de propiedades atractivas, ya que cumple los requisitos "a priori" impuestos por Hannah y Kay (1977) para las medidas de concentración⁹. Una de estas propiedades es que su inverso ($1/H$) puede interpretarse como el número de empresas de igual tamaño que generarían la misma estructura de mercado en términos de concentración. Otra propiedad interesante es que aparece de forma natural como parámetro en algunos modelos de competencia imperfecta,

8. En Fanjul y Maravall (1985) se calculan también el coeficiente de Gini, el índice de entropía y otras medidas de concentración de la familia de Hannah-Kay (Hannah y Kay, 1977)

9. Vease Fanjul y Maravall (1985, p.50).

III. EL SECTOR BANCARIO: CONCENTRACION Y PODER DE MERCADO

Esta sección examina el tema del posible ejercicio por parte de los bancos españoles de poder monopolístico sobre su mercado. Bajo el paradigma tradicional de la Economía Industrial de "estructura-conducta-funcionamiento", la dimensión estructural más relevante para el estudio de la posesión de poder de mercado es el grado de concentración. Por ello, en esta sección comenzaremos por estimar distintas medidas de concentración, comparando los resultados obtenidos para los años recientes con los presentados por Fanjul y Maravall (1985). Posteriormente, nos referiremos a la evidencia disponible de contrastes directos del poder del mercado y a las conclusiones que se pueden sacar con la evidencia disponible.

1.- Concentración en la industria bancaria española

Resulta intuitivamente plausible que, "ceteris paribus", el grado de competencia en una industria esté relacionado positivamente con el número de empresas que actúan en ella y negativamente con la cuota de mercado controlada por las mayores empresas. Los diferentes índices de concentración propuestos en la literatura intentan resumir en un número estas dos dimensiones. Nosotros nos vamos a concentrar en dos de ellos: los ratios de concentración absoluta y el índice

¿Por qué ha sido más rentable el capital invertido en los bancos que en cualquier otro sector? Obviamente, una explicación que sería coherente con este cuadro y con la sabiduría convencional es que en el sector bancario ha habido menor competencia que en otros sectores. La banca habría sido capaz de ejercer un poder de mercado que le permitiría mantenerse a la cabeza en rentabilidad, a pesar de estar claramente por detrás en otros aspectos, como eficiencia o capacidad de innovación.

CUADRO IV

RENTABILIDAD DEL SECTOR BANCARIO COMPARADO CON OTROS SECTORES

RENTABILIDAD DEL CAPITAL	1985	1986	1987
Bancos.....	13,0	14,4	16,7
Empresas no financieras (total).....	2,0	3,2	6,7
Empresas privadas.....	4,1	5,4	9,1
Empresas públicas.....	(negativa)	(negativa)	2,2

Fuente: Boletín Económico (1968).

británicos en cuanto a RSA y RSC, mientras que respecto a RSCD quedan únicamente por detrás de los bancos británicos y japoneses.

Esta alta rentabilidad relativa podría deberse a razones coyunturales. Por un lado, el año 1988 fue excepcional tanto para la banca como para la economía española. Por otro lado, los bancos españoles tuvieron importantes beneficios extraordinarios, mientras que el signo de los resultados extraordinarios de la banca extranjera debió de ser el contrario, a causa del arrastre de la crisis de la deuda del tercer mundo. No obstante, aun a pesar de estas razones coyunturales, es innegable que se deduce de esta comparación internacional que los grandes bancos españoles parecen haber tenido en los dos últimos años una alta rentabilidad relativa, tanto en términos nominales como en términos reales.

El cuadro IV presenta otra dimensión del tema, al comparar la rentabilidad sobre el capital de los bancos en el período 1985-1987 con la que han obtenido las empresas no financieras (utilizando datos de la Central de Balances). En estos años, como vemos, la rentabilidad del sector bancario ha estado muy por encima de la media de las empresas no financieras. No sólo eso, sino que, yendo a los datos desagregados sectorialmente, podemos ver que la banca ha sido consistentemente el sector más rentable durante el período.

CUADRO III

RATIOS COMPARATIVOS DE RENTABILIDAD DE LA GRAN BANCA (1983)

	RSA	RSC	RSCD
España	1,44	23,3	18,5
Austria.....	0,48	11,8	9,9
Bélgica.....	0,54	18,8	17,6
Dinamarca.....	0,98	15,3	10,7
Francia.....	0,51	15,1	12,4
Alemania.....	0,51	15,9	14,7
Grecia.....	0,33	8,2	-5,3
Italia.....	1,03	19,1	14,1
Irlanda.....	1,16	20,0	17,8
Japón.....	0,58	21,3	19,6
Holanda.....	0,58	13,9	13,2
Portugal.....	0,60	13,1	3,5
Reino Unido.....	1,45	24,5	19,5
Estados Unidos.....	1,21	20,6	16,5

 RSA: Rentabilidad sobre activos totales medios.

RSC: Rentabilidad sobre fondos propios.

RSCD: Rentabilidad sobre fondos propios deflactada por
 la tasa de inflación (medida por el IPC).

La conclusión a extraer de estas consideraciones es que la afirmación habitual de que los bancos españoles se han caracterizado históricamente por ser mucho más rentables que los de otros países europeos no tiene unas bases empíricas firmes. Sería necesaria una investigación mucho más profunda, que tuviera en cuenta tanto el sesgo que impone la inflación sobre los resultados contables como la posible falta de homogeneidad en los criterios y definiciones contables aplicados.

Es cierto, sin embargo, que nuestros grandes bancos han sido más rentables que la generalidad de los grandes bancos mundiales, en los dos últimos años, bajo cualquiera de los ratios anteriores. El cuadro III nos muestra los ratios de rentabilidad (RSA, RSC y RSCD) del ejercicio 1988 correspondientes a los grandes bancos y cajas de ahorros mundiales. Los grandes bancos españoles se ven superados solamente por los

7. Probablemente, habrá dos formas de resolver este problema:

1. Corregir los valores del balance utilizando índices de precios apropiados (para edificios, acciones en cartera, etc.) y obteniendo de estos valores corregidos un indicador adecuado o de la rentabilidad real sobre la inversión.

2. Utilizar la revaluación del balance de los importantes bancos fusionados recientemente (revaluación realizada por cuestiones impositivas) para inferir en otros bancos el promedio de la infravaloración de las partidas en el balance que no son evaluados contablemente a precio de mercado.

y, dado que $AR = FP$, bajo el supuesto 1, tenemos que:

$$r = B / FP = RSC$$

La principal intuición económica detrás de este resultado es bastante robusta. Por ejemplo, relajar el supuesto de igualdad entre activo real y fondos propios nos lleva a las siguientes correcciones: cuando el valor del activo real es mayor que el valor de los fondos propios, un término positivo aparecerá en el margen derecho de la ecuación anterior. Esto implica que la RSC nominal sería en ese caso un indicador sesgado a la baja de la rentabilidad real de los recursos propios. Cuando $RA < E$, es el caso contrario: la RSC es un indicador con un sesgo al alza.

Para nuestros objetivos de evaluar la rentabilidad relativa de los bancos españoles, la lección es que debemos tener mucho cuidado al comparar para diferentes países los ratios de rentabilidad de recursos propios cuando sus índices de inflación son diferentes. Futuras investigaciones sobre este tema, deberán intentar evaluar, dentro de un modelo contable más sofisticado que el del ejemplo, el efecto de la inflación sobre las valoraciones contables de los fondos propios y beneficios^{6,7}.

6. Otros sesgos sistemáticos por utilización de resultados contables son expuestos por Schmalensee (1989).

Activo	31/12/1990	Pasivo
AR_0		FP_0
$(1+p) * P_0$		$(1+p) * D_0$
$m * P_0$		B

donde B es el beneficio contable, que será igual a $m * P_0$ (de acuerdo con el supuesto 2). Si el activo real se evaluase a precios de mercado, y no según los costos históricos, el nivel de beneficios aumentaría, añadiéndose otro sumando que tendría en cuenta el incremento en el valor nominal de dichos activos: $p * AR_0$. Por ello, los beneficios nominales a valor de mercado serían iguales a $(m * P_0) + (p * AR_0)$.

Este sencillo modelo permite destacar un resultado bastante sorprendente: bajo los supuestos del ejemplo, el ratio correcto para comparaciones internacionales es, desde un punto de vista económico, la RSC nominal y no la RSCD, o rentabilidad deflactada. Esto es así porque la RSC nominal resulta ser equivalente a la medida económicamente relevante de la rentabilidad bancaria: rentabilidad real de las inversiones (que denotaremos como r). Esta última medida viene dada por la diferencia entre el incremento del valor de mercado del banco (en términos nominales) y el índice de inflación. Esta expresión casualmente es igual a la RSC nominal:

$$r = \frac{B + (p * AR)}{FP} - p = \frac{B}{FP} + p \left(\frac{AR}{FP} - 1 \right)$$

Activo	1/1/1990	Pasivo
Activo Real (AR_0)		Fondos propios (FP_0)
Prestamos (P_0)		Depósitos (D_0)

Por conveniencia, adoptaremos los siguientes supuestos simples:

- 1) El activo real se halla financiado completamente por fondos propios:

$$AR_0 = FP_0 \quad \text{y, por tanto,} \quad P_0 = D_0$$

- 2) Los bancos obtienen un margen de intermediación neto del $m\%$ sobre el total del crédito vivo.
- 3) Todas las partidas del balance se ven afectadas por la inflación de un modo uniforme, es decir, el valor del activo real, los créditos y los depósitos aumenta a la misma tasa p que la inflación. Sin embargo, debido a las convenciones contables, el activo real se valora en el balance a coste histórico. Bajo estos supuestos, el balance a fin de año sería:

tabla: 5,6% para bancos comerciales y 8,1% para cajas de ahorro. Estas tasas de rentabilidad contrastan con las medias de los otros tres países: 12,5% y 22,8%, respectivamente.

Por tanto, de acuerdo con esta medida de la rentabilidad real (RSCD), los bancos españoles son claramente los menos rentables de Europa, contrariamente a las ideas convencionales. ¿Cómo puede reconciliarse la evidencia presentada aquí con estas ideas convencionales? La primera hipótesis que nos vendría a la cabeza es que los datos de 1986 fueron excepciones que contrastan con una regla general de elevada rentabilidad bancaria; sin embargo, series más largas de la RSCD reflejan una situación de persistencia de baja rentabilidad real de los bancos españoles (ver Boletín Económico, 1988; o Bengoechea, 1990).

Un hecho, que puede ser revelador, es que los bancos y cajas de ahorro italianos han tenido también una peor rentabilidad que las entidades francesas y alemanas. Esto nos podría conducir a proponer un elemento común que explicara esta paradoja: el nivel superior de inflación experimentado tanto por Italia como por España en comparación con Alemania y Francia.

Examinemos, en un ejemplo muy simple, el efecto de la inflación bajo los principios de contabilidad vigentes. Una versión simplificada del balance de un banco (o del sistema bancario consolidado) en el momento 0 sería:

y el activo total (neto de depreciación y provisiones por insolvencias).

- un coeficiente de solvencia específico que requiere coeficientes variables entre partidas de activo y fondos propios, dependiendo del riesgo intrínseco de estas partidas.

Los bancos deben cumplir el mayor de estos dos coeficientes. Por ello, legalmente, se exige a los bancos españoles que mantengan como fondos propios aproximadamente un 5% (como mínimo) del valor total de su activo. Como afirma Termes (1988) afirma, el ratio del 5,4% de fondos propios sobre el activo medio que los bancos españoles presentaron en 1987 es uno de los más elevados en el mundo⁵.

Antes de entrar en la interpretación de los ratios presentados en la tabla II, es importante recordar que la rentabilidad sobre el capital (RSC) es una medida nominal de rentabilidad y que, por ello, deberá ser deflactada de alguna manera si se pretende llevar a cabo una comparación internacional o intertemporal. El resultado de deflactar la RSC, mediante la simple sustracción del aumento de los precios del consumo se refleja en las filas 3 y 7 de la tabla II. De acuerdo con este índice, en 1986 los bancos españoles tenían, con gran diferencia, la menor rentabilidad sobre fondos propios entre los cuatro países presentados en la

5. Ver también la evidencia presentada en Bruni, 1989.

CUADRO II

RENTABILIDAD DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL COMPARADA CON OTROS PAISES DE LA CEE
(Datos de 1986)

	España	Francia	Alemania	Italia
	-----	-----	-----	-----
BANCOS				
1. Rentabilidad sobre activos (RSA).....	0,81	0,38	0,79	0
2. Rentabilidad sobre capital (RSC).....	14,40	14,20	16,90	17
3. Rentabilidad sobre capital deflactado (RSCD).	5,60	12,20	17,20	8
4. Recursos propios / Activos.....	5,70	2,60	4,70	5
 CAJAS				
1. Rentabilidad sobre activos (RSA).....	0,90	--	0,94	0
2. Rentabilidad sobre capital (RSC).....	16,90	--	25,10	26
3. Rentabilidad sobre capital deflactado (RSCD).	8,10	--	25,30	20
4. Recursos propios / Activos.....	5,40	--	3,80	3

Fuente: Mañas , 1989.

por detrás de las entidades financieras de los otros países de la CEE.

Para interpretar este resultado, aparentemente paradójico, hay que tener en cuenta que la rentabilidad de los recursos propios y la rentabilidad sobre activos están ligados por una simple identidad:

$$RSA = RSC * AP$$

donde AP es el "coeficiente de apalancamiento" (el ratio de los recursos propios sobre el activo total). Por ello, la calificación relativamente menos brillante del sector financiero español en términos de RSC que en términos de RSA puede ser atribuida a su menor apalancamiento, dado que la relación entre los fondos propios y el activo total es mayor en España que en los otros países de la CEE (ver tabla II). La causa de este menor apalancamiento no es la libre elección de los bancos españoles sino los estrictos requisitos de solvencia impuestos por las autoridades regulatorias españolas a la banca (ver Termes, 1988). Los bancos españoles se hallan sometidos a dos tipos de requisitos de solvencia⁴:

- un coeficiente de solvencia genérico que establece que los bancos deben mantener un ratio mínimo del 5% entre los fondos propios

4. Para una explicación más detallada, véase Gual y Vives (1990, cap. 3.8).

- Rentabilidad de los recursos propios (RSC)².

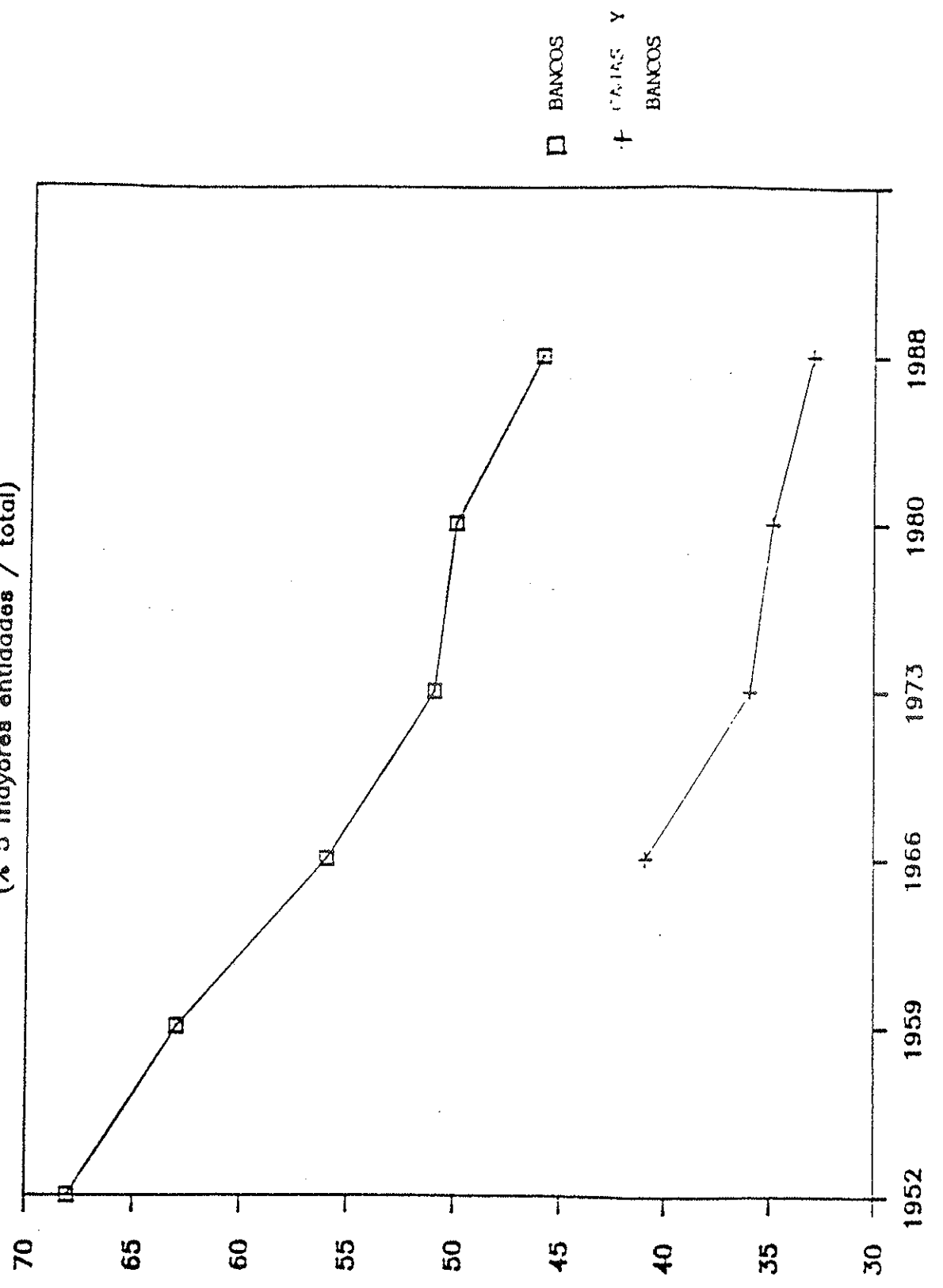
La tabla II presenta los ratios de rentabilidad sobre activos y recursos propios de los bancos y cajas de ahorro españolas en 1986³, comparándolos con la rentabilidad de las mismas instituciones financieras en Francia, Alemania e Italia. Medidos en términos de rentabilidad sobre activos (RSA), los resultados de los bancos y cajas de ahorro españolas fueron superiores a los de sus colegas europeos. Sin embargo, en términos de rentabilidad sobre recursos propios (RSC), los bancos y cajas españolas se situaron en 1986 claramente

2. Por lo general, se utilizan los beneficios contables como numerador de estos ratios. Hay, sin embargo, serios inconvenientes en la utilización de esta medida del excedente empresarial aunque resulta difícil hallar un sustituto adecuado. Por ejemplo, el cash-flow ha sido propuesto en la literatura como una medida más objetiva (por ejemplo, por ser menos manipulable por los directivos) y ser más capaz de predecir las perspectivas futuras del banco. Sin embargo, como discuten Ballarín y otros, (1988), el cash-flow es, en sí mismo, una medida de liquidez y debería ser utilizado en lugar de los beneficios bancarios sólo en condiciones excepcionales. Estas condiciones se daban, quizás, durante la crisis bancaria española (1978-1983), pero no es el caso del periodo de 1986-1987, sobre el que se centrará nuestro análisis
3. Desgraciadamente, los datos más recientes, elaborados por la OCDE con criterios homogéneos que permiten su comparación internacional, corresponden al año 1986. Estos datos nos permitan, por otro lado, evaluar la situación existente en el momento de la adhesión.

GRAFICO I

TENDENCIA DE LA CUOTA DE MERCADO

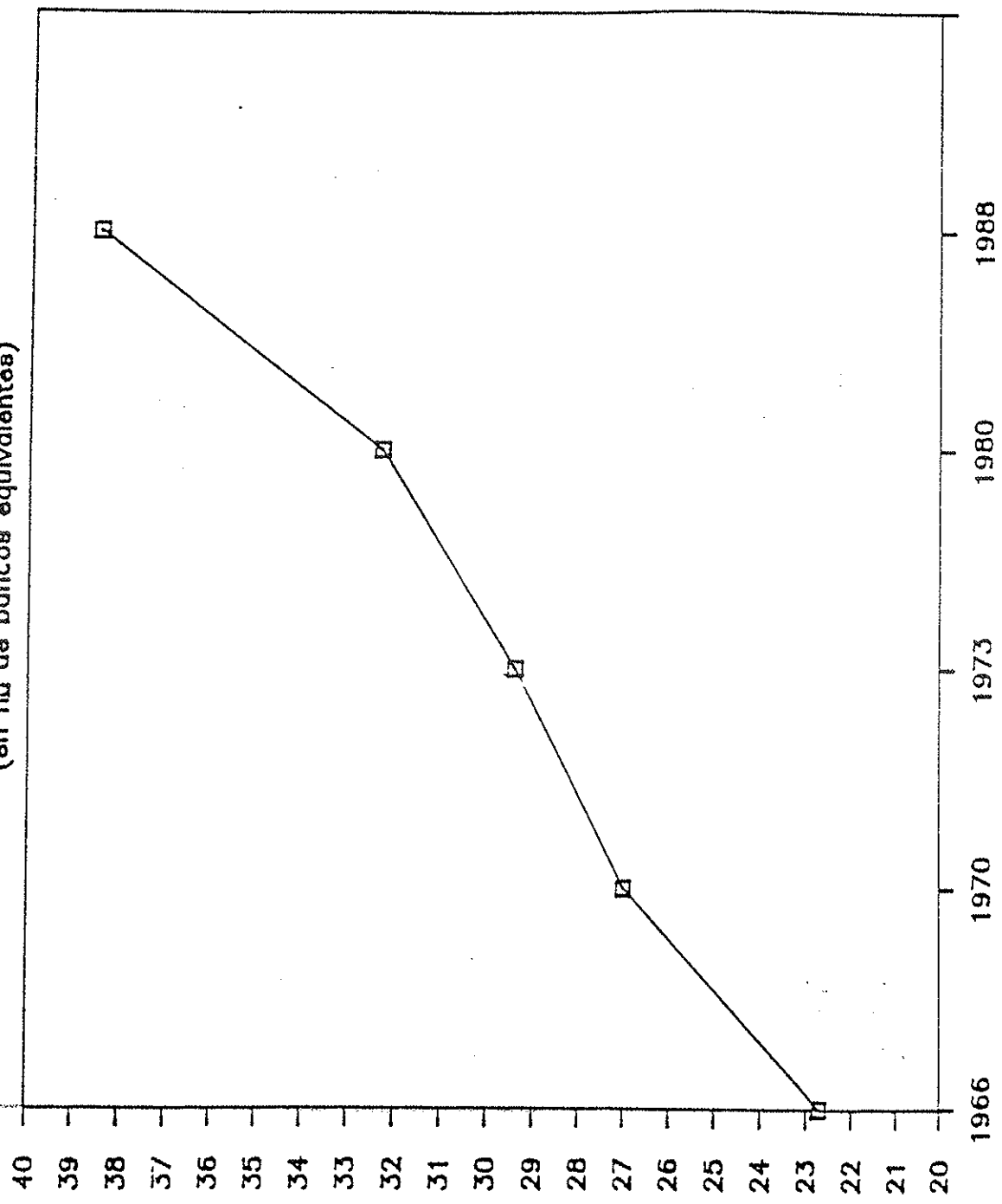
(% 5 mayores entidades / total)



G R A F I C O I I

INDICES DE HERFINDAHL (BANCOS Y CAJAS)

(en n° de bancos equivalentes)



CUADRO V

RANKING DE PRINCIPALES BANCOS PRIVADOS
(Cuota de mercado en %)

	1952	1980	1989	Participación	Acumulado
1.	Hispano	Banesto	B.B.V.	13,4	13,4
2.	Banesto	Central	Banesto	10,6	24,0
3.	Central	Hispano	Central	9,8	33,8
4.	Vizcaya	Bilbao	Hispano	7,9	41,7
5.	Bilbao	Santander	Santander	7,8	49,5
6.	Exterior	Vizcaya	Popular	4,5	54,0
7.	Santander	Popular	Exterior	3,6	57,6
8.	Popular	Exterior	Bankinter	3,3	60,9
9.	Pastor	Pastor	Atlántico	2,8	63,7
10.	Urquijo	Atlántico	Sabadell	2,8	66,5

Fuente: Consejo Superior Bancario (Septiembre 1989) y cálculos del autor

medidas, por tanto, son consistentes con la conclusión anterior: el número de grupos bancarios operando en España y la estructura de sus cuotas de mercado nacional no parecen por sí mismas ser un obstáculo para el funcionamiento competitivo del mercado bancario.

La evolución de la concentración a lo largo de los años ochenta, sin embargo, no ha sido tan lineal, como parecen indicar los gráficos tendenciales anteriores (ver gráfico 3). Si examinamos la evolución del índice de Herfindahl año a año (en términos de grupos bancarios y cajas equivalentes), observamos que hay varios periodos con evolución muy distinta (Gual y Vives, 1991):

- Los primeros años de la década estuvieron marcados por la solución de la crisis bancaria mediante la absorción de los bancos en crisis por los siete grandes bancos tradicionales. Esto llevó a aumentos de la concentración, a pesar de la continuación de alguno de los factores que estaban detrás de la tendencia decreciente histórica, como el crecimiento de la cuota de mercado de las cajas de ahorro.

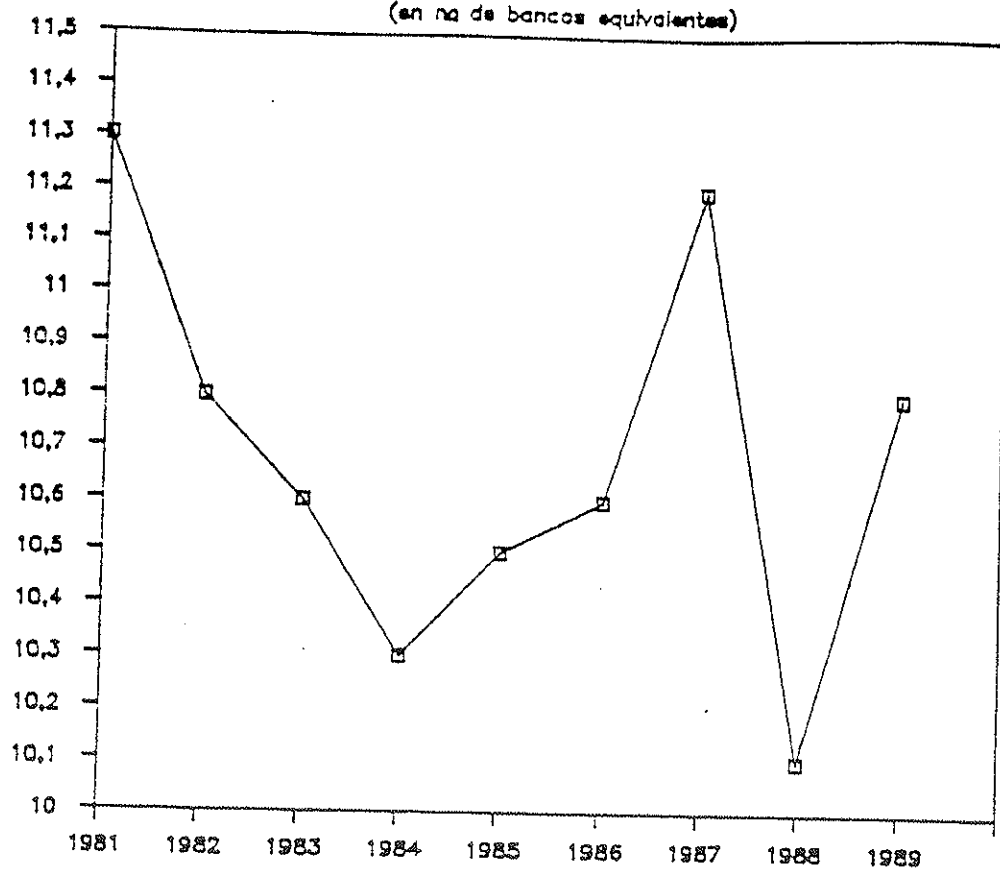
- Tras el cierre de la reconversión del sector bancario, se produce una pronunciada caída de la concentración por el fuerte crecimiento relativo de los bancos y cajas de ahorro de tamaño mediano.

- La tendencia decreciente se vuelve a truncar en 1988 con la fusión del Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya en el BBV. Tras una nueva caída de la

GRÁFICO III

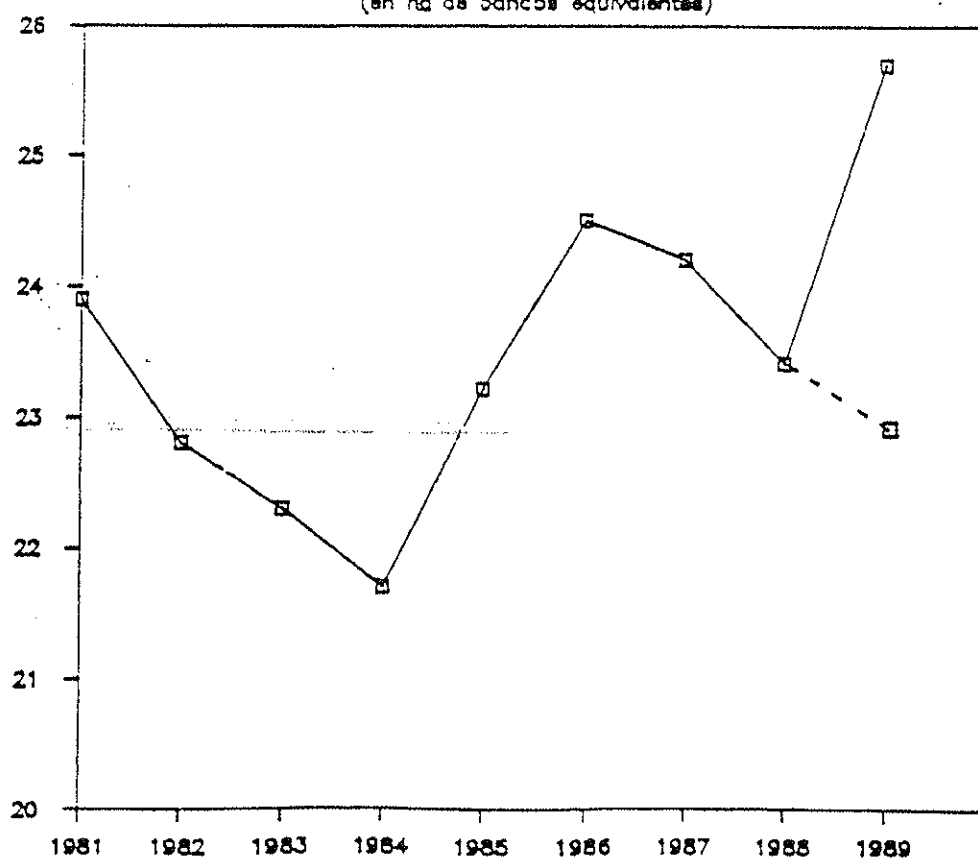
INDICES DE HERFINDAHL (GR. BANCARIOS)

(en nº de bancos equivalentes)



I. HERFINDAHL (GR. BANCARIOS Y CAJAS)

(en nº de bancos equivalentes)



concentración en 1989, la tendencia se va a volver a invertir en los años próximos al estarse produciendo un importante proceso de fusión de cajas de ahorro. Como vemos en el gráfico 3, si se hubieran llevado a cabo en 1989 todos los procesos de fusión ya anunciados de cajas de ahorro, el número de grupos bancarios hubiera pasado de 25,7 a 22,9¹².

La conclusión inicial del análisis de concentración es, por tanto, que el número y tamaño de las entidades bancarias españolas es suficiente como para garantizar un entorno altamente competitivo. Por otro lado, la tendencia futura de la concentración no está clara, ya que depende de la prevalencia de los distintas fuerzas en juego:

- favorables a la concentración, como el proceso de fusiones entre bancos (que parece haberse estancado tras el fracaso del proyecto Banesto-Banco Central) o cajas de ahorro del mismo ámbito regional o provincial.
- desfavorables, como el mayor crecimiento de los bancos y cajas medianas.

La conclusión de baja concentración del mercado bancario español necesita varias matizaciones. En

12. Este dato está tomado del gráfico 5 de Gual y Vives (1991). Para el cálculo de este índice han considerado los siguientes procesos de fusión: Caja de Pensiones y Caja de Barcelona.

primer lugar, había que tener en cuenta que la distribución geográfica de las entidades no es homogénea, por lo que los índices de concentración aumentan sustancialmente si se toman como unidad de análisis los mercados regionales o provinciales. En estos últimos, habitualmente, solían coexistir los grandes bancos con las cajas de ahorros locales. Por ello, no sólo la concentración en estos mercados era mucho mayor que tomando como unidad el mercado nacional, sino que el proceso de fusión de cajas de ahorro locales competidoras está incrementándola sustancialmente¹³. De hecho, uno de los motivos habituales de estas fusiones (confesado sin rubor en la prensa) es eliminar la competencia feroz que existía entre algunas cajas a nivel provincial.

En segundo lugar, como muestran las tablas V y VI, el ranking de los mayores bancos españoles se ha mantenido prácticamente inalterado a lo largo de casi 40 años: los ocho mayores bancos de 1952 siguen todavía ocupando los primeros puestos en 1989. Los únicos movimientos en el ranking han sido la reciente creación del BBV y el ligero deslizamiento a la baja del Banco Hispano.

Como muestra la literatura de economía industrial, la estabilidad en el ranking es un indicador de poca competencia dinámica: la existencia de cambios rápidos sugeriría una fuerte competencia entre las principales entidades. Por otro lado, la estabilidad en el ranking

13. Veánse cuadros 6 y 7 en Gual y Vives (1991).

CUADRO VI

RANKING DE PRINCIPALES GRUPOS BANCARIOS Y CAJAS DE AHORRO
(Cuota de mercado en %)

	1980	1989	Participación	Acumulado
	-----	-----	-----	-----
1.	Banesto	B.B.V.	11,3	11,3
2.	Central	Banesto	7,1	18,4
3.	Hispano	Central	7,0	25,4
4.	Bilbao	Caixa Pensiones	6,8	32,2
5.	Caixa	Santander	5,1	37,3
6.	Santander	Hispano	4,7	42,0
7.	Vizcaya	Popular	4,2	46,2
8.	Popular	Cajamadrid	3,7	49,9
9.	Cajamadrid	Exterior	2,5	52,4
10.	Exterior	Caixa Barna	2,5	54,9
11.	Caja Postal	Bankinter	1,9	56,8
12.	Caixa Barna	Caja Postal	1,8	58,6
13.	CAZAR	Caixa Cataluña	1,7	60,3
14.	Caja Valencia	Atlántico	1,6	61,9
15.	Caixa Cataluña	Sabadell	1,6	63,5

Fuente: Consejo Superior Bancario y CECA (datos de Sep 1989).

fomenta relaciones estrechas y de largo plazo entre ellas, lo que facilita mucho el mantenimiento de la disciplina en una situación de cartel¹⁴.

Alternativamente, el vuelco en el ranking experimentado en los últimos dos años con el ascenso del Banco Santander hasta el segundo puesto o el proceso de fusiones es una muestra de cambio cualitativo en la competencia bancaria.

2. Evidencia econométrica sobre comportamiento bancario

Este es un tema que ha recibido mucha atención en los últimos años. Vamos a comentar, brevemente, aquí los resultados obtenidos en los trabajos más recientes realizados por Gual y Ricart (1990); Espitia, Polo y Salas (1990) y Gual y Vives (1991)¹⁵.

El objetivo del primer trabajo era contrastar la hipótesis de comportamiento competitivo de la banca en el primer mercado bancario en que desapareció la regulación de tipos de interés: el mercado de depósitos a plazo. Frente a la opinión convencional, el resultado

14. Véase Vives (1988b) para una discusión sobre la relación entre juegos repetidos y estabilidad de los acuerdos de cartel.

15. Otros estudios sobre los determinantes de la rentabilidad bancaria serían Lafuente y Salas (1984), Fanjul y Maravall (1985, cap.) y Ballarín, Gual y Ricart (1990). Ver en Gual y Vives (1990, cap. 2) un resumen completo de la literatura empírica sobre este tema.

del contraste fue que no se podía rechazar la hipótesis de que la banca se hubiera comportado de forma plenamente competitiva en la fijación de los rendimientos de las cuentas a plazo. Este resultado, sin embargo, no debe interpretarse como evidencia de comportamiento competitivo, ya que el rechazo pudo deberse a la falta de potencia del contraste o, también, a la mala calidad de los datos que hay disponibles sobre tipos de interés efectivos aplicados por la banca a sus clientes.

El objetivo de los otros dos estudios (Espitia y otros, 1990a, y Gual y Vives, 1990) era tratar de discriminar entre dos hipótesis alternativas para explicar la rentabilidad de las entidades españolas¹⁶.

- Colusión: Coordinación en las actividades de activo y/o pasivo, entre los distintos competidores y ejercicio conjunto del poder de mercado. Esto se traduce, en términos operativos, en esperar mayor rentabilidad en aquellos mercados con concentración más alta (por estar ligada, en principio, a una mayor colusión).

- Eficiencia: Las rentabilidades más altas serán obtenidas por las entidades más eficientes (en término de costes), que serán también las que hayan

16. Estas dos hipótesis, que son clásicas en la Economía Industrial, están ligadas a los nombres de Bain y Demsetz. Véase Vives (1988a) para una explicación más detenida de su contenido e implicaciones.

conseguido obtener una mayor cuota del mercado considerado.

Los resultados de estos dos estudios no nos libran de la incertidumbre sobre el tema, ya que llegan a conclusiones opuestas. Ambas utilizan datos únicamente de Cajas de Ahorros, aunque con distintos periodos muestrales¹⁷ y distintas definiciones geográficas del mercado (Comunidad Autónoma en el caso de Espitia y otros, 1990; provincia, en Gual y Vives, 1990).

Espitia y otros (1990) encuentran que a nivel de Comunidades Autónomas, hay una correlación positiva entre la rentabilidad media de las entidades y el grado de concentración del mercado de la Comunidad. También realizan regresiones al nivel de cada una de las entidades financieras, tratando de explicar su rentabilidad¹⁸ mediante cuatro variables independientes: capitalización (recursos propios sobre A.T.M.), cuota de mercado, grado de concentración (medida por índices de Herfindahl) y crecimiento del mercado (crecimiento de los depósitos en cada Comunidad Autónoma). Sólo la última variable es significativa. Se rechaza la hipótesis de eficiencia al tener la cuota de mercado un coeficiente negativo, mientras que hay una

17. Espitia y otros (1990) utiliza datos anuales del periodo 1983-85, mientras Gual y Vives tienen una muestra más larga y reciente (1984-88).

18. La rentabilidad se mide, alternativamente, en términos de beneficios antes y después de saneamientos sobre activos totales medios, (A.T.M.).

débil evidencia favorable a la hipótesis de colusión al tener la variable de concentración un coeficiente positivo.

El trabajo de Gual y Vives (1990) parte de un modelo de competencia oligopolístico que, tras varios supuestos simplificadores, permite llegar a una ecuación sencilla en la que la rentabilidad de los recursos propios de una entidad es una función lineal de las cuotas que tenga del mercado de depósitos y crédito, ponderadas (multiplicadas) por los costes e ingresos financieros sobre recursos propios, como medida de la rotación de los recursos propios.

Gual y Vives (1990) no proceden a estimar el modelo estructural desarrollado, sino que realizan varias regresiones con distintas variables explicativas de la rentabilidad de los recursos propios. Sus resultados parecen apoyar bastante convincentemente la hipótesis de eficiencia. La variable cuota de mercado (ponderada por la rotación de los recursos propios) es significativa y tiene el signo correcto en casi todas las especificaciones presentadas, a pesar de que, como argumentan los autores, las distintas fuentes de sesgos sistemáticos en la estimación tenderían a infraestimar (sesgar hacia cero) el coeficiente de esa variable. Por otro lado, la variable de colusión (índice de Herfindahl) es significativa pero con el signo opuesto al esperado y con poca estabilidad en el parámetro estimado ante cambios en la especificación de la economía de regresión.

3. Conclusiones

La conclusión de esta sección debe ser que el análisis económico formal no aporta evidencia favorable a la hipótesis habitual de que los bancos españoles disfrutaban de una alta rentabilidad por el ejercicio de cierto grado de control monopolístico sobre su mercado. Esto no quiere decir, por otro lado, que este análisis apoye la hipótesis contraria de que los bancos se comportan de una forma competitiva.

En cuanto a la concentración, a nivel nacional, el sector bancario español no está demasiado concentrado: su estructura es equivalente a un mercado con casi 26 grupos bancarios y cajas de ahorro. A nivel local, se está produciendo un rápido proceso de concentración por la de fusiones de cajas de ahorro provinciales o regionales competidoras. Esta ola de fusiones está siendo impulsada por las autoridades públicas (locales), cuando parecería más acorde con el interés público el impulsar entidades potentes con mayor diversidad geográfica.

IV. EL SECTOR BANCARIO: TAMAÑO OPTIMO

En el ranking de 1986 de los grandes bancos mundiales según su activo, preparado por "The Banker", no había ningún banco español entre los 100 mayores. El primer banco español era el Banco Central, que ocupaba el puesto 103. Los bancos españoles más grandes se situaban por detrás de bancos de países europeos con PIB menores que los de España, como Austria, Bélgica o ~~los Países~~ Países Bajos. ¿ Debía ser esto un motivo de preocupación ante la liberalización financiera de 1992? Aparentemente sí debía serlo, ya que durante los últimos dos años se ha producido un gran avance en la concentración del sector bancario español. En la banca privada ha tenido lugar la fusión de dos de "los siete grandes" creándose el Banco Bilbao Vizcaya (B.B.V.) y un intento sin éxito, para llevar a cabo la fusión de los dos "grandes tradicionales" Banesto y Banco Central, en el Banco Español Central de Crédito. Recientemente, como vimos antes, las cajas de ahorro también se han visto alcanzadas por la fiebre de las fusiones. Ha habido ya varias fusiones regionales de cajas de ahorro de ámbito provincial, creándose entidades de tamaño medio con cuotas de mercado importantes en su región. A fines de 1990, ha cristalizado la fusión de dos de las tres cajas de ahorro principales de Cataluña (Caja de Pensiones y Caja de Ahorros de Barcelona), dando lugar al primer grupo financiero español en términos de depósitos. En 1990 se ha detenido el proceso de fusiones en la banca, mientras se aceleraba y generalizaba el proceso para las Cajas de Ahorro.

Este proceso de fusiones entre entidades financieras ha sido impulsado por las autoridades económicas, que han dejado bien claro su criterio de que la concentración bancaria es el camino correcto a seguir en preparación para el shock de 1992. Este impulso se ha traducido en exenciones fiscales máximas sobre las plusvalías afloradas por las fusiones bancarias, utilizando el criterio del interés nacional de dichas fusiones.

Es discutible, sin embargo, la idea tan generalizada de que el sistema bancario español está infradimensionado. Por una parte, los grandes bancos españoles son comparables a los bancos alemanes o italianos en relación al tamaño de nuestra economía (por ejemplo, en términos de activos sobre el PIB), aunque son más pequeños que los bancos franceses, holandeses o británicos. En segundo lugar, el tamaño se puede medir por variables distintas del valor de los activos medios. De hecho, The Banker ha cambiado recientemente la variable con la que establece sus tradicionales rankings, pasando de utilizar activos

CUADRO VII

TAMAÑO RELATIVO DE LOS BANCOS ESPAÑOLES
(Puesto en el ranking)

	CAPITAL		ACTIVOS		BENEFICIOS	
	MUNDO	EUROPA	MUNDO	EUROPA	MUNDO	EUROPA
BBV	38	16	68	27	26	6
Central	54	23	104	47	49	17
Banesto	79	32	145	70	94	41
Santander	104	45	136	67	62	24
Hispano	120	52	144	69	73	30

Fuente: The Banker, julio 1989.

medios a usar "recursos propios de base", según la definición de este concepto en el acuerdo de Basilea¹⁹.

Bajo el nuevo criterio, había tres bancos españoles entre los 100 mayores bancos del mundo: BBV (38°), Banco Central (54°), Banesto (79°); mientras que utilizando activos medios sólo el BBV se hubiese situado en ese pelotón de cabeza (véase cuadro VIII). En términos de beneficios o de valor en Bolsa, los bancos españoles todavía se sitúan en mejores puestos del ranking. Por ejemplo, a nivel europeo, solamente sobrepasan en beneficios al BBV los cuatro grandes bancos británicos y el Deutsche Bank. Por tanto, parece difícil sostener que los bancos españoles tengan un tamaño desproporcionadamente pequeño respecto al tamaño de nuestra economía.

Un tema distinto es si el tamaño actual es el óptimo. Aunque se han apuntado varias fuentes potenciales de economías de escala y de gama ("scope economies") por las que un mayor tamaño contribuiría a reducir los costes unitarios medios, la evidencia

19. La idea subyacente es que: " Desde la crisis de la deuda del tercer mundo y las grandes provisiones de los principales bancos, hay una clara necesidad de fortalecer la base de recursos propios ... Se ha pasado de aumentar los activos porque sí y del tamaño como un indicador de fortaleza a poner el énfasis en actividades fuera de balance y de generación de comisiones. Después de examinar los patrones de medida que se podrían utilizar, The Banker decidió que el nivel y los ratios de recursos propios eran los más relevantes" (The Banker, julio 1989).

empírica a nivel internacional sigue sin apoyar claramente la presencia de estas economías.

A nivel teórico, hay varias vías por las que el mayor tamaño de un banco puede contribuir a rebajar sus costes unitarios: diversificación de riesgos, reparto de costes fijos por implantación de sistemas informáticos o gastos de publicidad, utilización conjunta de la información histórica sobre la base de clientes, etc. (ver Lewis y Davis 1987; Vives, 1988a; Revell, 1988). Por otro lado, parece haber todavía mayor potencial en la industria bancaria para las economías de gama que para las economías de escala, ya que los bancos, por naturaleza, son empresas multiproducto que pueden aprovechar sus inversiones fijas (puntos de venta, imagen corporativa, etc...), para proveer todo tipo de servicios financieros. Otro argumento a favor de un mayor tamaño es la capacidad potencial de entrar en algunos segmentos concretos del mercado, como el Euromercado o la banca de grandes empresas (ver Revell, 1988), que si no estarían cerrados a los bancos españoles.

La existencia empírica de economías de escala, sin embargo, sigue siendo un tema muy discutido. A pesar de los argumentos teóricos previos, los estudios empíricos disponibles (utilizando principalmente datos americanos) no han hallado evidencia convincente de economías de escala para bancos cuyo activo supere los 100 millones de dolares (ver Gilligan, Smirlock y Marshall, 1984; Berger, Hanweck y Humphrey, 1987, entre otros). Existe alguna excepción, como el estudio

reciente de Shafer y David (1986) que encuentra que la escala bancaria más eficiente está entre 15 billones y 37 billones de dolares. Este estudio se basa en una muestra de los 100 mayores bancos americanos²⁰.

Entre los estudios empíricos que han utilizado datos españoles, el más conocido es el que realizaron Fanjul y Maravall (1985), como parte de su completo análisis del sector bancario. Estos autores estimaron varias especificaciones de funciones de coste Cobb-Douglas para datos de corte transversal de 1979. Su estudio utilizaba dos medidas alternativas del output bancario: 1) una definición del output como intermediación, haciéndolo igual al producto del número de sucursales, cuentas por sucursal y tamaño medio de las cuentas. 2) una definición como producción de servicios, basado en el número de cuentas. También utilizaron varias definiciones alternativas de los costes bancarios.

Sus resultados mostraron que había economías de escala estadísticamente significativas bajo ambas definiciones del output bancario. En el primer caso, hallaron economías de escala al nivel de sucursal con elasticidades entre 0,6 y 0,8 con respecto a las cuentas por sucursal y el tamaño medio de los depósitos; por otro lado, había rendimientos constantes con respecto al número de sucursales.

20. Véase el cuadro nº4 de Bengoechea (1990), en el que se resumen los resultados de la mayoría de los estudios realizados sobre el tema.

El estudio de Fanjul y Maravall (1987) tenía las limitaciones habituales de las funciones de coste Cobb-Douglas, así como de no considerar el carácter multiproducto de la empresa bancaria. Además, el estudio estaba basado en datos de 1979, por lo que era cuestionable su aplicabilidad para valorar la justificación económica del proceso de fusiones que están teniendo lugar en los últimos años. Por ello, parecía especialmente interesante profundizar en el estudio de las potenciales economías de escala y alcance en el sistema bancario español. Así se ha hecho en diversos estudios recientes: Delgado (1989), Raymond y Repilado (1989), Gual y Hernández (1990).

El estudio de Delgado (1989) es representativo de los resultados que se alcanzan en esta literatura reciente sobre economías de escala en el sector bancario. La especificación empírica de Delgado (1989) elimina algunas de las deficiencias encontradas en trabajos previos. Utiliza una función de coste translogarítmica, lo que permite que la curva de coste medio tenga forma de "U" y que haya posibilidad de sustitución y complementariedad entre factores. Su especificación también tiene en cuenta el carácter multiproducto de la empresa bancaria distinguiendo entre dos tipos de producción bancaria: 1) Intermediación, canalizando el ahorro hacia la inversión; 2) Servicios bancarios, ligados básicamente a su función de sistema de pagos de la economía. Finalmente, su especificación también permite captar la posible existencia de economías de gama. En la estimación se utiliza una muestra de corte transversal

con 617 observaciones correspondientes al período 1985-1987.

Sus principales conclusiones son las siguientes:

1. Los datos rechazan las restricciones implícitas impuestas por la forma funcional Cobb-Douglas lo que hace que se planteen dudas sobre la validez de los resultados de Fanjul y Maravall (1987). Por otro lado, también rechazan la hipótesis de que las tres clases de empresas bancarias que considera (bancos privados, cajas de ahorro y bancos extranjeros) utilicen el mismo tipo de tecnología productiva.

2. Delgado (1989) encuentra importantes economías de escala a nivel de oficina para todo los grupos bancarios, con algunas elasticidades de costes inferiores a 0,9. Esto implica que la expansión del output bancario a través de un incremento en la producción de las oficinas ya establecidas daría lugar a ahorros importantes en términos de costes unitarios: en algún caso concreto el valor del parámetro de la elasticidad de costes implica la posibilidad de reducciones de costes unitarios superiores al 10%.

3. Fanjul y Maravall (1987) no encontraron deseconomías de escala derivadas de la expansión mediante la creación de nuevas oficinas. Por el contrario, Delgado (1989) halla deseconomías de escala significativas para ese caso, lo que implica que los costes unitarios aumentan con la creación de nuevas oficinas.

4. El impacto negativo del número de oficinas, unido a las extensas redes bancarias conduce a una desaparición a nivel de banco de las economías de escala que se observan al nivel de sucursal. Por ello, una conclusión importante es que el tamaño no es una variable determinante de la eficiencia de los bancos españoles.

5. Sobre economías de gama, la conclusión de Delgado (1989) es que solamente son importantes para los bancos extranjeros, mientras que para las cajas de ahorro parece haber mejoras importantes en la especialización más que en la diversificación.

La conclusión general de esta sección debería ser que no hay evidencia muy concluyente sobre el tamaño subóptimo de los bancos españoles en términos de su habilidad de competir en un mercado bancario europeo único. En primer lugar, los bancos españoles no son tan pequeños, tanto en relación al tamaño de la economía española como en términos de otras variables diferentes del activo (como pudimos ver, el capital empieza a ser considerado una variable más relevante de tamaño, ya que mide la capacidad de expansión de los bancos). En segundo lugar, los estudios empíricos a nivel internacional sobre economías de escala no llegan a resultados concluyentes, no apoyando, por tanto, la hipótesis de que el tamaño de los bancos sea un determinante fundamental de la eficiencia bancaria. En tercer lugar, los resultados españoles muestra que es más importante para los bancos españoles el modo en que

se lleva a cabo la expansión que la expansión en sí misma. Finalmente, debemos tener presente que los argumentos de eficiencia a partir de las funciones de coste se basan solamente en el lado de la oferta, cuando es probable que factores de demanda (como sería mantener el control del mercado) puedan ser un determinante más importante del proceso actual de fusiones en España.

Siendo realistas, creemos que la reciente oleada de fusiones se ha debido a otros factores, además de la supuesta búsqueda de mejoras de eficiencia y competitividad. Algunos de estos factores no son tan defendibles desde un punto de vista económico como el argumento de eficiencia:

a. Ventajas fiscales: La legislación fiscal permite al gobierno eximir parcial o casi totalmente del pago del impuesto de sociedades las plusvalías que afloran de la revaluación de los balances tras la fusión. Esto supone una importante ventaja fiscal, que incentiva y subvenciona artificialmente las fusiones. La revaluación es importante también desde el punto de vista del cumplimiento del coeficiente de solvencia, al aumentar los recursos propios por la afloración de las reservas ocultas en los balances de los bancos fusionados.

b. Poder de mercado: Como hemos indicado anteriormente, la reciente oleada de fusiones está conduciendo a un incremento importante en la concentración de mercado, que modifica la tendencia

anterior. Por ello, el proceso de fusiones puede ayudar potencialmente a los grandes bancos y cajas españoles a controlar la tendencia hacia la erosión de su supuesto control monopolístico del mercado.

c. Tomas de control por bancos extranjeros: Otro argumento, que ha sido utilizado tanto por banqueros como por el gobierno, es el de aumentar el tamaño para evitar que los extranjeros tomen el control de los principales bancos españoles. Este argumento, como la mayoría de los argumentos proteccionistas, carece de una base económica firme.

V.- EL SECTOR BANCARIO: EFECTOS DE LA ARMONIZACION DE COEFICIENTES

1. Cambios en la regulación de los coeficientes

En los últimos meses, se ha producido una modificación radical en la regulación de los coeficientes obligatorios que afectan a la banca española. Este cambio es una manifestación clara del proceso de "competencia desreguladora", en el ámbito financiero, predicho por algunos autores (Steinherr y Gilibert, 1988; Micossi, 1988; Mañas, 1990b). Este proceso es consecuencia de la presión armonizadora, en un sentido liberal, que imponen las nuevas reglas del mercado único de libertad de prestación de servicios bancarios, sometimiento de los bancos a la regulación de su país de origen y plena movilidad de capitales. El deseo de las autoridades nacionales de no poner en desventaja a las entidades que regulan lleva a que se adopten las reglas más liberales para, de esa forma, nivelar el terreno de juego en el que se va a competir²¹.

La modificación de los coeficientes obligatorios españoles ha venido explícitamente motivada por las razones anteriores. En primer lugar, a principios de 1989 se estableció un calendario de reducción del coeficiente de inversión que, partiendo del 11 por 100 inicial, llevará a la completa desaparición de ese

21. Ver Mañas (1989b) y Vargas (1989) para una descripción completa de las reglas de juego que van a regir en el mercado único bancario.

coeficiente a 31 de diciembre de 1992²². Las reducciones se producen mediante escalones trimestrales que liberan progresivamente los fondos cautivos en inversiones obligatorias en pagarés del Tesoro y otros activos²³. Dado que el 90 por 100 del coeficiente está dedicado a la financiación del déficit público estatal vía pagarés del Tesoro, las reducciones suponen un cambio en la composición del saldo vivo de deuda pública, sustituyendo los pagarés por instrumentos emitidos a precios de mercado (sin incentivos fiscales), como las letras o los bonos del Tesoro.

La reforma del coeficiente de caja, anunciada un año más tarde (febrero de 1990), ha tenido también como objetivo acercar nuestra regulación a estándares

22. Hasta el 31 de marzo de 1989, el coeficiente de inversión obligaba a mantener un 10 por 100 de los pasivos computables invertidos en pagarés del Tesoro (con una rentabilidad por debajo de las inversiones libres desde que los pagarés fueron dotados de opacidad fiscal) y un 1 por 100 en otros activos, con rentabilidades más cercanas a las de mercado.

23. La reducción del coeficiente inicial se está produciendo en escalones trimestrales que mantienen la composición interna del coeficiente (90 por 100 dedicado a pagarés; 10 por 100 a otras inversiones). Los escalones son de: 0,735 puntos porcentuales en 1989; 0,625 en 1990; 0,8 en 1991, salvo el último trimestre que será de 0,85; y 0,95 en 1992, salvo en el último trimestre, en el que la reducción es de 0,9 puntos.

europesos más liberales²⁴. El coeficiente de caja en el momento de la reforma obligaba a mantener el 17 por 100 de los pasivos computables de bancos, cajas y otros intermediarios financieros en depósitos en el Banco de España. El coeficiente tenía dos tramos: un tramo remunerado del 9,5 por 100 y un tramo no remunerado que comprendía el 7,5 por 100 restante. La reforma estableció un nuevo coeficiente de caja del 5 por 100 no remunerado (primer tramo del coeficiente) con definiciones de computabilidad y cobertura análogas a las del sistema anterior.

Estableció también un segundo tramo del 12 por ciento, que se aplicaba a la media de los recursos computables del período octubre 1989-enero 1990. Este segundo tramo debería haberse llamado el tramo "efimero", ya que estuvo en vigor solamente hasta el primer día hábil de mayo de 1990. Los activos que le servían de cobertura eran de nueva creación: los certificados del Banco de España (CBE). Los CBE caracterizan por tener un tipo de interés anual del 6 por 100 (pagadero semestralmente), estar registrados en anotaciones en cuenta y tener su transmisibilidad limitada a las entidades sometidas al coeficiente de caja. Los CBE se emitieron con un calendario de

24. La reforma está formalizada en una Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 21 de febrero de 1990, desarrollada por la Circular del Banco de España 2/1990, de 27 de febrero.

vencimientos semestrales que va desde marzo de 1993 hasta septiembre del 2000²⁵.

El segundo tramo sólo rigió durante el mes de abril de 1990. En definitiva, por tanto, este efímero tramo fue sólo una forma poco transparente de obligar a las entidades financieras a suscribir un paquete de activos públicos²⁶ a cambio de los fondos liberados al reducirse el coeficiente desde el 17 al 5 por 100.

2. Fuentes de los efectos presupuestarios de la armonización

El coeficiente de caja vigente en España hasta la reforma estaba muy por encima del que tenían los países financieramente más desarrollados de la CEE. Como muestra la tabla VIII, en la fijación de coeficientes ha existido, tradicionalmente, un comportamiento distintos entre países del "sur" de la CEE (España, Italia, Portugal y Grecia) y los países del "norte". El primer grupo se ha caracterizado por altos niveles del coeficiente de caja (16,5%, como media), frente a coeficientes mucho más bajos en los países del norte

25. La circular establecía que durante 1990 sólo podrían realizarse transacciones sobre los certificados que vencían hasta el 30 de septiembre de 1994 (18,8 por 100 del total); a partir de 1991 se podrán negociar certificados que venzan hasta 30 de septiembre 1997 (54,1 por 100 del total), suprimiéndose las restricciones en 1992.

26. Las entidades pagaron 100 por lo que, a precios de mercado, valía aproximadamente 65. No es extraño, por tanto, que hubiese que obligarles.

CUADRO VIII

COEFICIENTE DE CAJA Y SEÑORIAJE EN EUROPA

PAIS	COEFICIENTE DE CAJA (EN %)	SEÑORIAJE (EN % INGRESOS IMPOSITIVOS, 1979-86)
ESPAÑA (*)	18,5	5,9
GRECIA (*)	7,5	9,1
ITALIA (*)	25,0	6,2
PORTUGAL	15,0	11,9
BELGICA	0	0,4
DINAMARCA	0	N.D.
FRANCIA	2,5 - 5,0	1,3
ALEMANIA	4,1 - 12,1	0,8
LUXEMBURGO	0	N.D.
HOLANDA	0	N.D.
REINO UNIDO	0	0,5

1. El asterisco significa que el país en cuestión paga interés sobre parte de las reservas (Italia, 5,5%; España, 7,75%).
N.D.= no disponible.

2. Los datos sobre el coeficiente de caja están tomados de F. Bruni (1989) y DE Boissieu (1989), reflejando los coeficientes vigentes a mediados de 1988. Véanse en estas fuentes ciertas cualificaciones sobre la aplicación de los coeficientes según los depósitos a la vista o de ahorro, del tamaño del depósito, etc. Los datos sobre señoriaje están tomados de Brazen (1988) y son medias para el periodo 1979-1986. El señoriaje se define como el aumento anual en la base monetaria.

(media del 1,9%). El mismo agrupamiento aparece cuando consideramos la importancia del señoriaje como fuente de ingresos estatales: en la tabla vemos que en el período 1979-1986, los ingresos por creación de dinero equivalían a un 5% de los ingresos fiscales totales de los países del sur; siendo solamente de un 1% en los países del norte. Esta importancia implica que la reducción en los países del sur de los coeficientes y de la tasa de inflación (parámetros que determinan el tamaño del señoriaje) puede crear problemas graves de déficit público.

Nuestro objetivo va a ser evaluar el tamaño y la importancia de estos efectos presupuestarios para el caso español. Nuestra conclusión final será que la armonización puede costar al Tesoro español cerca del 1% del PIB en menores ingresos / mayores gastos. Para llegar a esta conclusión la ruta que vamos a seguir es la siguiente: el punto de partida será la identificación de las vías por las que la disminución de coeficientes puede afectar a la restricción presupuestaria del sector público y los problemas que se plantean en la cuantificación de cada una de ellas. El siguiente paso será proceder a la cuantificación de los efectos presupuestarios para el caso concreto español. Finalmente, pasaremos a interpretar los resultados obtenidos con supuestos conservadores y a realizar un análisis de sensibilidad con parámetros más realistas. La discusión de todos estos temas se realizará de forma fundamentalmente intuitiva, estando los argumentos formalizados en Mañas (1990b, apéndice A). Este apéndice, por otro lado, creemos que es de

lectura muy recomendable para quien desee clarificar dudas sobre el polémico tema de los ingresos públicos por el monopolio de creación de dinero ("señoraje")²⁷.

Para identificar las vías por las que la reforma de los coeficientes afecta a las finanzas públicas vamos a utilizar el modelo simple de la determinación de los agregados monetarios, el enfoque del multiplicador monetario. El enfoque parte de una expresión que liga, bien como identidad o como ecuación, la oferta monetaria con la base monetaria:

$$M_t = m * H_t \quad (1)$$

donde

M_t = Oferta monetaria.

m = Multiplicador monetario.

H_t = Base monetaria.

Dado que en nuestro análisis vamos a considerar a la economía en estado estacionario, podemos utilizar sin problemas los supuestos de que los bancos no mantienen reservas excedentes (o que estas son constantes) y de que el cociente del efectivo sobre los depósitos es constante. Bajo estos supuestos, el multiplicador monetario es igual a:

$$m = (1 + c) / (c + q) \quad (2)$$

27. Véase también Repullo (1990) para una crítica de la metodología que utilizaremos a continuación.

donde q es el coeficiente de caja y c es el ratio efectivo/depositos. La rebaja del coeficiente de caja supondrá un aumento del multiplicador monetario y, por tanto, un aumento de la cantidad de dinero para un nivel constante de base monetaria. A efectos de nuestro análisis, estaríamos interesados en separar los efectos presupuestarios de la rebaja del coeficiente de caja de los efectos puramente monetarios. Para ello, vamos a suponer que la política monetaria del gobierno está al servicio de un objetivo final de inflación que no va a verse modificado por la rebaja de coeficientes. Para conseguir este objetivo de precios, el banco central debe mantener constante su política monetaria en términos del sendero futuro de la cantidad de dinero: es decir, la secuencia objetivo para la cantidad de dinero ($M_t, M_{t+1}, \dots$) debe mantenerse constante. Por tanto, ante una rebaja de coeficientes y el consiguiente aumento del multiplicador monetario supondremos que el banco central ajustará la secuencia objetivo de la base monetaria ($H_t, H_{t+1}, \dots$) de forma que se mantenga constante la cantidad de dinero en cada periodo.

Por tanto, ante un descenso en el coeficiente de caja (del q inicial a q')²⁸ y el consiguiente aumento del multiplicador (del m inicial a m'), la autoridad monetaria deberá modificar la secuencia objetivo para la base monetaria. Por ejemplo, para mantener constante

28. El superíndice (') denotará valores de las variables posteriores al cambio del coeficiente.

M_t , la base monetaria deberá cambiar en la siguiente forma²⁹:

$$H'_t - H_t = [(q' - q)/(c + q)] H_t \quad \text{para } t = 0, 1, \dots (3)$$

donde H_t es la base monetaria inicial (es decir, consistente con una cantidad de dinero M_t bajo el coeficiente de caja primitivo) y H'_t es la base monetaria consistente con la misma cantidad de dinero y el nuevo coeficiente de caja.

En general, obtendremos que la nueva secuencia para la base monetaria será una fracción $1 - d$ de la vieja secuencia³⁰:

$$(H'_0, H'_1, \dots) = (1-d)(H_0, H_1, \dots) \quad (4)$$

$$\text{donde } d = (q - q') / (c + q)$$

Bajo este enfoque simple del multiplicador monetario hay varias vías por las que los cambios en los coeficientes de caja y de inversión afectan al presupuesto:

29. Para derivar la expresión hay que partir de la igualdad

$$M_t = m H_t = m' H'_t$$

30. Hay que tener cuidado con el hecho de que estamos hablando de un descenso del coeficiente de caja a la hora de entender los signos.

a) Menores ingresos por creación de dinero (emisión de base monetaria):

En términos nominales, el ingreso por creación de dinero se define habitualmente en la literatura como el aumento en la base monetaria entre $t-1$ y t (véanse, por ejemplo, Friedman, 1971; Auernheimer, 1974; Fisher, 1982)³¹:

$$R_t = H_t - H_{t-1} = g H_{t-1} \quad (5)$$

donde R_t denota los ingresos que se obtienen en el periodo t por creación de dinero y g es la tasa de crecimiento de la base monetaria. En una situación de estado estacionario, en la que se supone que la velocidad de circulación del dinero se mantiene constante, g sería igual a la suma de la tasa de crecimiento del "output" y de la inflación.

De las ecuaciones (3) y (4) se obtenía que una reducción del coeficiente de caja de q a q' implica una reducción de la base monetaria en un $d\%$ en todos los periodos futuros. Esto implica que los ingresos por creación de dinero se reducen en un $d\%$ con respecto al nivel que hubieran alcanzado con el antiguo coeficiente de caja. Esto, es así porque se reduce la base imponible del impuesto inflacionario (base monetaria), manteniéndose constante el tipo impositivo (tasa de crecimiento de la base monetaria).

³¹. Esta definición está sujeta a mucha controversia, como se discute en Mañas (1990b) y Repullo (1990).

Formalmente, la reducción del ingreso por emisión de base monetaria es igual a:

$$R'_t - R_t = g (H'_t - H_t) \quad (6)$$

b) Mayores pagos de intereses por esterilización de las reservas liberadas:

La reducción del coeficiente de caja al inicio del período $t = 0$ implica que debemos reducir instantáneamente la base monetaria para mantener constante la cantidad de dinero objetivo y, por tanto, también el nivel de precios. Esta reducción de la base se debe producir mediante un ajuste a la baja "de una vez por todas" que esterilice las reservas liberadas, d H_0 , mediante la emisión de deuda pública por ese importe. Este aumento en el stock vivo de deuda pública conlleva un incremento en el flujo de gasto público futuro en la forma de mayores pagos por intereses.

En la reciente reforma española se optó, como sabemos, por realizar la esterilización de una forma coactiva, mediante la imposición de la obligación de suscribir Certificados del Banco de España (CBE) por un importe aproximadamente igual al total de las reservas liberadas. Además, los CBE se emitieron a tipos de interés muy por debajo del mercado, con lo que el sector público limitó de forma muy importante el coste presupuestario de la reforma debido a la esterilización, traspasándose a la cuenta de resultados de la banca. A medida que los CBE vayan venciendo, tendrán que ser refinanciados a tipos de mercado,

aumentando sustancialmente el coste del servicio de la deuda pública emitida para la esterilización.

c. Remuneración parcial de las reservas en el Banco de España

Como ya hemos visto, el Banco de España pagaba un tipo de interés del 7,75% sobre el tramo remunerado del coeficiente de caja 19,5% de los pasivos computables. Al haber desaparecido con la reforma el tramo remunerado, esto implica que el Banco de España se ahorrará en el futuro ese pago de intereses.

d. Refinanciación de los pagarés con deuda a tipos de mercado

La desaparición progresiva del coeficiente de inversión implica la necesidad de esterilizar los fondos liberados cada trimestre mediante la emisión de deuda pública a tipos de mercado, con el consiguiente incremento en los pagos por servicio de la deuda. A diferencia de la reforma del coeficiente de caja, en la reforma del coeficiente de inversión vemos que se optó por la vía no coactiva en la esterilización de los fondos liberados periódicamente.

3. Algunas consideraciones conceptuales previas

Antes de entrar en la cuantificación y evaluación de los costes queríamos hacer varias consideraciones conceptuales previas. En primer lugar, habría que destacar que en el apartado anterior no hemos tenido en cuenta los posibles efectos de la rebaja de coeficientes sobre los tipos de interés. ¿Se verán afectados los tipos de mercado de la deuda

pública por la reforma? La respuesta a esta cuestión sería que, muy probablemente, los tipos de interés se moverán al alza. La intuición es sencilla: bajo el supuesto de mercados competitivos, la reducción de coeficientes (manteniendo constante la cantidad de dinero) llevaría a un menor diferencial entre los tipos de interés activos y pasivos de los bancos. Esta menor diferencial sería consecuencia, normalmente, tanto de una reducción de los tipos de los préstamos, como de un aumento en la remuneración de los depósitos. Dado que la deuda pública es un sustituto cercano de los depósitos bancarios en las carteras de los individuos, el tipo de interés al que habrá que emitir la deuda también deberá subir. No sólo eso, sino que, suponiendo sustituibilidad imperfecta entre deuda y depósitos, el tipo de la deuda deberá subir más que el tipo de los depósitos ya que la deuda pública tendrá que aumentar su porcentaje de participación en las carteras de los inversores³².

El efecto de este aumento en el coste de los fondos del Tesoro no se reducirá sólo a la deuda que se emita para refinanciar los pagarés o esterilizar las reservas bancarias liberadas, sino que se extenderá a todo el stock de deuda pública a medida que venza y tenga que refinanciarse. Por tanto, el efecto

32. Para un análisis del tema, véase la estática comparativa del modelo de Repullo (1989a).

presupuestario de un pequeño aumento en el tipo medio pagado por el Tesoro podrá ser muy importante³³.

Hay otra importante consideración de equilibrio general que tiene que ser solucionada antes de evaluar el tamaño del efecto presupuestario. Los efectos que hemos identificado suponen bien menores ingresos o mayores gastos por intereses en comparación con el escenario de partida. Por tanto, el efecto neto de la rebaja de coeficientes desde un punto de vista macroeconómico es equivalente al de un aumento en el nivel de gastos de transferencia. Si hubiera que tener en cuenta esto, nuestros cálculos se complicarían extraordinariamente ya que los cambios en las variables macroeconómicas endógenas, inducidos por la variación de los gastos de transferencia tendrían efectos presupuestarios de "segunda vuelta" (ver Repullo (1989b)). Así, el aumento implícito de transferencias se traduciría en aumentos de la renta (con la consiguiente mayor recaudación por impuesto sobre la renta), aumentos del consumo (afectando a la recaudación por I.V.A. o impuestos especiales), aumento de las importaciones, etc.

33. Es difícil, sin embargo, es cuantificar el valor del posible aumento de este tipo medio, ya que depende de algunas elasticidades agregadas y del grado de sustituibilidad entre la deuda pública y los depósitos bancarios. En cualquier caso, es importante saber que el efecto está ahí y que supondría un aumento del coste con respecto a las cifras conservadoras que presentaremos inicialmente.

Si queremos calcular el aumento en el déficit público derivado de la reducción de coeficientes, no hay forma de evitar las extraordinarias complicaciones derivadas de estos efectos "feedback" o de segunda vuelta. Por ello, nosotros vamos a plantearnos en nuestra evaluación un objetivo más sencillo, pero igualmente interesante: nuestro objetivo será estimar el necesario aumento de los ingresos (o reducción en los gastos de transferencia) que sería necesario para compensar la rebaja de coeficientes y mantener el mismo sendero objetivo de déficits. De esta forma, evitamos tener que plantearnos los efectos de equilibrio general anteriores, ya que en nuestro escenario las autoridades fiscales compensan exactamente los cambios en los ingresos por transferencia debidos a la rebaja de coeficientes y, por tanto, no hay efectos de segunda vuelta.

Un tercer tema a tener muy en cuenta es que hay que matizar la validez de la descomposición del efecto presupuestario total en efectos anuales separados. Acabamos de ver que el objeto de nuestra evaluación es calcular el aumento de ingresos necesario para compensar la rebaja de coeficientes. Sin embargo, este aumento de ingresos anuales no está unívocamente definido, ya que el sector público no está sujeto a una restricción presupuestaria que tenga que cumplir año a año, sino a una restricción presupuestaria intertemporal y única. Como se argumenta más formalmente en Mañas (1989b, Apéndice A), esto implica que el aumento de ingresos necesario para financiar la reforma solamente está unívocamente definido en cuanto

valor actual de un conjunto de flujos de ingresos futuros, sin que esto sea suficiente para determinar el perfil concreto del flujo anual de incrementos impositivos. Evidentemente, hay infinitos perfiles de flujos con el mismo valor actual; es decir, que se puede elegir entre bien costear la reforma con subidas impositivas inmediatas muy fuertes, o diferir el coste para el futuro o bien distribuir proporcionalmente el coste a lo largo del tiempo. La elección de uno u otro perfil dependerá de consideraciones fundamentalmente de tipo macroeconómico.

En nuestro caso, vamos a tomar dos criterios de periodificación con bastante lógica macroeconómica. El primero es coherente con las cláusulas de "ceteris paribus" macroeconómico que se están manteniendo en todo este ejercicio de evaluación, ya que impone la condición adicional de que los ingresos deben subir en cada período lo suficiente para mantener inalterado el nivel del "déficit público consolidado". Este se define como la emisión neta de deuda pública frente a terceros por parte del Tesoro y Banco central. Este concepto se diferencia del déficit presupuestario habitual en que "rasga el velo" contable que separa artificialmente al Tesoro (Administraciones Públicas) del banco central.

El segundo criterio también nos va a ofrecer una periodificación intuitivamente interesante, ya que impone la condición de que los aumentos impositivos futuros sean constantes en proporción sobre el PIB. De esta forma, obtenemos cuál es el aumento permanente en la presión fiscal que compensa la rebaja de

coeficientes³⁴. Este criterio tiene, además, la ventaja pedagógica de que resume el efecto presupuestario en un sólo número.

Finalmente, para terminar esta sección, vamos a hacer algunas consideraciones sobre la incidencia de la reforma en los resultados del sector bancario, tema que se trata específicamente en Mañas (1989a, sección III). En dicho artículo, se distinguían dos niveles de análisis de esta incidencia.

a. Efecto diferencial por esterilización coactiva: Como hemos visto, en la reforma del coeficiente de caja la esterilización de las reservas liberadas se realizó de forma coactiva, imponiendo la suscripción de títulos públicos con tipos de interés muy por debajo de los tipos de mercado. El primer nivel de análisis es, por tanto, evaluar el impacto diferencial de esta forma de proceder frente al caso de esterilización a tipos de mercado (aplicada en el caso del coeficiente de inversión).

Una visión superficial, aunque muy extendida en la práctica, diría que los bancos no se han visto perjudicados por tener que cargar con títulos de rentabilidad baja, ya que, al afectar la obligación a todos los bancos por igual, estos van a poder trasladar el coste hacia los clientes por la vía de un

34. Frente a la posición que seguimos aquí y en Mañas (1990a), Repullo (1990) sostiene que esta es la única forma interesante de evaluación del coste presupuestario de la reforma.

mayor margen de intermediación en los fondos libres. Sin embargo, esta visión superficial cae en la falacia del coste irrecuperable ("sunk-cost"), ya que no tiene en cuenta que la obligación de suscribir los certificados está ligada a una variable pasada (los pasivos computables del período octubre 1989-enero 1990) y no a variables que afecten a decisiones presentes o futuras del banco. La afirmación anterior es cierta, cualquiera que sea la estructura del mercado bancario, ya que es fácil demostrar formalmente que la remuneración a la que están emitidos los CBE no entra en ningún caso en las condiciones marginales que determinan las decisiones bancarias.

Por ello, la suscripción obligatoria de CBE actúa como un impuesto "lump-sum" sobre la banca, generando pérdidas de capital inmediatas iguales a la diferencia entre el valor de mercado de los CBE y el coste de su compra para la banca (valor nominal de los CBE). Como veremos, este impuesto "lump-sum" o leva de de capital sobre la banca ha supuesto pérdidas patrimoniales implícitas a este sector superiores al billón de pesetas.

b. Incidencia final de la reforma: Un tema mucho más complejo que el anterior es el efecto distributivo del paquete completo de medidas de reducción de coeficientes más esterilización: es decir, quiénes son los ganadores y perdedores finales del conjunto de la reforma. El signo es claramente positivo en el caso de prestatarios y prestamistas que se ven favorecidos por el menor diferencial entre tipos activos y pasivos. El

perdedor neto es el sector público, tal como estamos analizando en esta sección.

Finalmente, en el caso de la banca el efecto neto depende de la estructura competitiva del mercado bancario. En el caso de competencia perfecta, la banca es perdedora neta, ya que traslada completamente a prestatarios y prestamistas la reducción de tipos (condición de beneficio económico cero) y sufre una leva de capital (impuesto "lump-sum") sobre su patrimonio al suscribir los CBE. El caso opuesto es el monopolio perfecto, en el que la banca se ve beneficiada por la reducción del impuesto sobre la intermediación bancaria que representaban los coeficientes, aun teniendo en cuenta las pérdidas por suscripción de CBE. El signo del efecto en el caso de oligopolio es indeterminado, dependiendo de la cercanía de la estructura de mercado a los casos polares de monopolio y competencia perfecta³⁵.

En Mañas (1989a) se defendía la consideración preferente del escenario de competencia perfecta utilizando dos argumentos de muy distinta naturaleza. En primer lugar, un argumento empírico: la "guerra de las supercuentas" muestra que la banca española se encuentra en estos momentos en la situación más competitiva de su historia. En segundo lugar, un argumento retórico: la Administración (Banco de España y Ministerio de Economía) tiene la obligación de garantizar que la actuación de los bancos se ajuste a

35. Véase Mañas, (1989a), p. 12.

cánones competitivos; por tanto, no puede escudarse, a la hora de justificar sus normas, en el argumento de que el mercado bancario es un oligopolio. Es decir, ni el Banco de España, ni el Ministerio de Economía podrían esgrimir este argumento para justificar la forma concreta en que se ha realizado la reforma del coeficiente.

4. Cuantificación del coste de la reforma

Una vez identificadas las distintas vías por las que la reforma de coeficientes afecta a los ingresos y gastos públicos, el siguiente paso es proceder a cuantificar el tamaño de estos efectos. Esta cuantificación se basará en supuestos simples y razonables sobre la evolución de las variables económicas, tendiendo más bien a sesgar a la baja la magnitud estimada del coste presupuestario.

En primer lugar, vamos a analizar con detenimiento los costes de esterilización de las reservas liberadas y su reparto entre el sector público y el sistema bancario. Como se recoge en el cuadro XII, el sistema bancario suscribió casi 3,3 billones de certificados del Banco de España, que se correspondían (aproximadamente) con el total de las reservas

liberadas³⁶. El coste de esterilización para el sector público será, por tanto, el coste del servicio de las CBE o de la deuda a tipos de mercado que los sustituirá al comenzar a vencer a partir de 1993.

El valor del coste se recoge en la primera columna del cuadro IX, bajo el supuesto de que los CBE se refinancian a su vencimiento con deuda al 12%. En 1990, este coste es solamente de 96.000 millones, dado que solamente hay un pago de interés en los CBE³⁷, aumentando hasta 196.000 millones en 1991 y 1992. A partir de 1993, el coste vuelve a crecer fuertemente, al tener que sustituirse los CBE que vencen por deuda emitida a tipos sustancialmente superiores.

La segunda columna del cuadro IX recoge el coste después de impuestos (D.D.I) para el sector bancario. El coste antes de impuestos (A.D.I.) sería igual al

36. Aproximadamente porque, como vimos, los CBE suscritos estaban ligados a la media octubre 1989 - enero 1990 de pasivos computados. Por otro lado, la emisión total de CBE ha sido de 3,314 billones, correspondiendo 37.200 millones a instituciones financieras sujetas a coeficiente que no forman parte del sistema bancario. Esta pequeña partida no será tenida en cuenta en nuestros artículos.

37. El coste está recogido en términos de caja (pagos efectivos) y no bajo un criterio de devengo. El criterio de caja es más adecuado dado que, para la periodificación como flujo anual del efecto presupuestario "stock", hemos supuesto que se mantiene constante el saldo de deuda del Tesoro y Banco de España en manos de terceros.

CUADRO IX

COSTE DE ESTERILIZACION DE ACTIVOS DE CAJA LIBERADOS
(En miles de millones de Pts.)

AÑO	COSTE PARA SECTOR PUBLICO	COSTE PARA BANCA (D.D.I.)	PRO MEMORIA	
			INTERESES CBE	SALDO CBE
1990	98	64	98	3276
1991	197	127	197	3276
1992	197	127	197	3276
1993	203	126	194	2981
1994	229	120	184	2660
1995	239	101	155	2306
1996	260	86	133	1923
1997	284	71	109	1504
1998	309	54	83	1045
1999	338	36	55	544
2000	368	16	24	0
2000+	393	0	0	0

-
- Coste para banca después de impuestos (D.D.I.) = (Interes a tipo de mercado (12%) - Interes CBE (6%)) * 0,65.
 - Saldo vivo CBE a fin de año.

impuesto "lump sum" implícito que sufre el sector bancario por la suscripción coactiva de los CBE: la diferencia entre los intereses pagados por los CBE y los intereses de mercado de activos financieros similares. Dado que suponemos que este tipo sería del 12% y el tipo de interés de los CBE es del 6%, el coste A.D.I. casualmente es igual a la tercera columna del cuadro IX (intereses CBE). El coste D.D.I. se obtiene sustrayendo de la columna anterior los menores pagos de impuestos de sociedades por la rebaja en los beneficios bancarios. El coste para la banca es superior a cien mil millones durante el periodo 1991-1995, reduciéndose hasta el año 2000 al amortizarse los CBE.

Una estimación alternativa del coste para la banca se presenta en el cuadro X, donde se considera la alternativa fiscalmente óptima (tal como se hacía en Mañas, 1990a). Esta se basa en el reconocimiento de las minusvalías latentes mediante la transmisión o vencimiento de los CBE, tan pronto como les sea posible a los bancos³⁸. Bajo este escenario, vemos que los bancos perderán 300 mil millones de pesetas ADI en 1990, aumentando las pérdidas hasta los 568 mil

38. Esta transmisibilidad estaba limitada para evitar la rápida deducción de las pérdidas. Sin embargo, la experiencia reciente muestra que los bancos no están transmitiendo a vencimiento los CBE, manteniendo sus cuentas de resultados a expensas de la optimización fiscal.

CUADRO X

PERDIDAS CONTABLES DE LA BANCA POR SUSCRIPCION DE CBE (ESCENARIO OPTIMO)
(En miles de millones de Pts.)

AÑO	PERDIDAS ANTES DE IMPUESTOS			Escudo fiscal	PERDIDA NETA (DDI)
	Minusvalías	Intereses	PERDIDAS TOTALES		
1990	140	160	300	105	195
1991	337	143	480	168	312
1992	538	30	568	199	369
TOTAL ACTUALIZADO	845	288	1133	341	792

-
- Escenario óptimo: minimización de pérdidas en términos de valor actual, anticipando al máximo las deducciones fiscales.
 - pérdidas de intereses: Menores intereses sobre saldo de CBE no transmitidos a vencimiento.

millones en 1992³⁹. En términos netos DDI, la pérdida infligida a los bancos en 1990 es equivalente, aproximadamente, a un tercio de los beneficios del sistema bancario en el año record de 1989, aumentando hasta más del 60% en 1992. En términos "stock", tomando el valor actualizado del coste de la reforma, vemos que el coste es de 1,13 billones antes de impuestos o 792.000 millones DDI, es decir supone una leva neta de capital sobre la banca superior al valor de mercado del BBV en el momento de la reforma (691.000 millones a finales de marzo de 1990) o de la suma del Banco Central y Banesto (724.000 millones).

El cuadro XI muestra la evaluación del coste de la reducción progresiva del coeficiente de inversión. El coste financiero adicional de sustituir pagarés del Tesoro por deuda a tipo de mercado es de 41.000 millones en 1990, llegando hasta 220.000 millones (0,35% del PIB) al completarse la reforma en 1993. A partir de entonces seguirá creciendo a la misma tasa en que lo harían los pasivos computables, que vamos a suponer que es constante e igual al 7%. Esta será también la tasa a la que suponemos crecerán todas las demás magnitudes nominales relevantes desde 1990 en

39. El tipo de descuento al que se actualizan los flujos es del 14,5%, el mismo que se utilizaba en Mañas (1989a). Como se argumenta en dicho artículo, este parece el tipo adecuado dadas las rentabilidades de activos análogos en el momento de la emisión de los CBE.

CUADRO XI

COSTE DE REDUCCION DEL COEFICIENTE DE INVERSION
(En miles de millones de pesetas)

ANO	COEFICIENTE MEDIO (en%)	SALDO MEDIO PAGARES	COSTE DIFERENCIAL	COSTE % PIB
1989	9,42	2.233	11	0,02
1990	7,71	2.129	41	0,08
1991	5,22	1.546	102	0,19
1992	2,09	661	163	0,28
1993	0	0	220	0,35

adelante: base monetaria, cantidad de dinero y PIB nominal⁴⁰.

El único efecto que faltaría cuantificar es el del menor crecimiento de la base monetaria. Dados los supuestos anteriores sobre crecimiento del PIB nominal, tenemos que la reducción del coeficiente implica que la base monetaria crecerá en 1990 en 343.200 millones, 216.800 millones menos de lo que hubiese crecido bajo un coeficiente del 17%. Esta menor emisión de base es, por tanto, una fuente de pérdida de ingresos muy importante, equivalente al 0,46% del PIB. Dado que esta menor emisión aumenta anualmente a la misma tasa que el PIB monetario, la proporción que representa este coste sobre el PIB se mantendrá inalterada a lo largo del tiempo.

5. Evaluación del coste

El cuadro XII presenta el panorama completo del coste de la reforma de coeficientes. El coste total de la reforma, aunque atemperado por la traslación parcial a las cuentas de los bancos, es muy importante: se sitúa en niveles cercanos al 0,80% del PIB desde 1993 hasta el final de la década. Los tres primeros

40. Los supuestos que hacemos en la cuantificación de los efectos son análogos a los que se hacían en Mañas (1989b, apéndice 3), excepto por el tipo de interés al que suponemos que se emite la deuda pública, 12%. Algunos podrían criticar este tipo como excesivamente alto; sin embargo, la realidad del mercado nos muestra que es incluso conservador dados los tipos actuales para el largo plazo.

CUADRO XII

COSTE TOTAL DE LA REFORMA DE COEFICIENTES
(en miles de millones de pesetas)

AÑO	(1) CRECIMIENTO BASE MONETARIA	(2) ESTERILIZACION RESERVAS	(3) REMUNERACION RESERVAS	(4) REFINANCIACION DE PAGARES	(5) TOTAL	(6) TOTAL SIN TRASLACION
1990	217	98	- 98	41	257	356
1991	232	197	-210	102	321	517
1992	248	197	-225	163	383	579
1993	266	203	-241	220	448	638
1995	305	239	-295	252	519	673
2000	427	368	-387	253	761	786

(en % de PIB)

1990	0,46	0,21	-0,21	0,09	0,54	0,75
1991	0,46	0,39	-0,41	0,20	0,63	1,01
1992	0,46	0,36	-0,41	0,30	0,70	1,06
1993	0,46	0,35	-0,41	0,38	0,77	1,09
1995	0,46	0,36	-0,41	0,38	0,78	1,01
2000	0,46	0,39	-0,41	0,38	0,81	0,84
CE	0,46	0,24	-0,40	0,35	0,64	0,73

años, 1990-1992, presentan un perfil creciente en el coste al procederse progresivamente a la rebaja del coeficiente de pagarés. A partir de 1993, las fluctuaciones en el coste en proporción del PIB provienen de los cambios en el coste de esterilización de las reservas liberadas, al irse extinguiendo los certificados del Banco de España. Pasado el año 2000 esta partida se mantendrá constante en términos nominales (en 393.000 millones de pesetas), reduciéndose progresivamente su tamaño en porcentaje del PIB nominal.

Recordemos el significado de estas cifras. Decir que en el año 1991 "la reforma va a costar 321.000 millones" significa que el sector público tras la reforma deberá aumentar sus impuestos o reducir sus gastos de transferencia en ese importe, si quiere dejar inalterado su sendero de déficit consolidado (o alternativamente, inalterada su deuda frente a terceros). Comparando la magnitud del coste de la reforma de coeficientes con otras cifras presupuestarias, vemos que la reforma en 1991 tiene un coste similar, por ejemplo, a la suma de los presupuestos del Ministerio de Justicia y Asuntos Exteriores o es equivalente a más del 8% de la recaudación del IRPF. Sin embargo, el año 1990 es un año atípico, siendo los costes bajos en comparación con años posteriores. El coste de la reforma en el año 1993 sería, en términos reales, similar al presupuesto de 1990 del Ministerio del Interior o equivalente a un 70% del presupuesto del Ministerio de Obras Públicas, en pleno esfuerzo inversor en infraestructuras.

Como vimos, la otra forma de periodificar el coste total de la reforma era imponer la condición de que el aumento de impuestos en proporción del PIB fuese constante para todos los años futuros. Esto implica que el coste esté expresado en términos del incremento permanente en la presión fiscal necesario para cubrir el agujero presupuestario derivado de la reducción de coeficientes. Este incremento en la presión fiscal, que denominaremos "coste estacionario" (C.E.), sería igual al 0,64% del PIB. Si parte de este incremento en la presión fiscal no se hubiera evitado imponiendo una leva de capital en la banca, el coste presupuestario hubiera sido igual al 0,73% del PIB. Esto sería igual al 11% de la recaudación del IRPF en 1990 (6,92% del PIB) o al 25% de la recaudación del I.V.A. por operaciones interiores (2,9% del PIB).

El coste total es la suma de los costes estacionarios de la reforma del coeficiente de inversión (0,35%) y de la reforma del coeficiente de caja (0,29%). Como vemos en la tabla, el coste de la reforma del coeficiente de caja se ve muy disminuido por el ahorro que supone la no remuneración de las reservas que hubieran estado cautivas por el coeficiente (-0,40%). Este ahorro es mayor que el coste de esterilización de las reservas liberadas, a pesar de que la rentabilidad de los CBE era muy similar a la que, como media, tenían las reservas bajo el antiguo coeficiente. Esto se explica porque la remuneración de las reservas cautivas hubiera crecido a la misma tasa que los pasivos computables y que el PIB (por ello se

mantiene constante en proporción del PIB), mientras que el coste de esterilización, tras la extinción de los CBE, se mantiene constante en términos absolutos y va decreciendo como proporción del PIB.

En el cuadro XIII se evalúan los costes de la reforma bajo supuestos menos conservadores que en el escenario base. En primer lugar, suponemos que la reforma hubiese hecho desaparecer completamente el coeficiente de caja o, lo que es equivalente, que los depósitos en el Banco de España fuesen remunerados a tipos de mercado. Esto sería consistente con un "proceso de competencia desreguladora" que llevase los impuestos sobre la intermediación bancaria no al nivel medio comunitario, sino al nivel mínimo⁴¹, lo que conllevaría una futura reducción adicional del coeficiente de caja español. Bajo este supuesto, el coste total hubiera sido superior al 1% del PIB a lo largo de toda la década de los 90 (1,06% en términos de coste estacionario).

En segundo lugar, suponemos un tipo de interés más alto ($i=13\%$) para la refinanciación de los pagarés y la

41. El proceso de unión monetaria europea implicaría casi necesariamente un coeficiente de caja único para todos los bancos comunitarios. No se ha discutido todavía en ninguna propuesta cuál debería ser su valor, aunque nuestra predicción es que será bastante cercano a cero por el proceso de competencia desreguladora a nivel mundial.

CUADRO XIII

COSTE DE LA REFORMA: ANALISIS DE SENSIBILIDAD BAJO SUPUESTOS MENOS CONSERVADORE
(en % de PIB)

		(1) CRECIMIENTO BASE MONETARIA	(2) ESTERILIZACION (SIN CBE)	(3) REMUNERACION RESERVAS	(4) REFINANCIACION DE PAGARES	(5) TOTAL TRASLAC A BA
ESCENARIO BASE	1991	0,46	0,77	-0,41	0,20	1,01
	1995	0,46	0,59	-0,41	0,38	1,01
	2000	0,46	0,42	-0,41	0,38	0,85
	CE	0,46	0,33	-0,40	0,35	0,73
COEFICIENTE DE CAJA q'=0	1991	0,64	1,09	-0,41	0,20	1,51
	1995	0,64	0,83	-0,41	0,38	1,44
	2000	0,64	0,59	-0,41	0,38	1,20
	CE	0,64	0,46	-0,40	0,35	1,05
TIPO DE INTERES i=13%	1991	0,46	0,84	-0,41	0,23	1,11
	1995	0,46	0,64	-0,41	0,44	1,11
	2000	0,46	0,45	-0,41	0,44	0,94
	CE	0,46	0,39	-0,40	0,41	0,86
SIMULTA- NEAMENTE q'=0 i=13%	1991	0,64	1,18	-0,41	0,23	1,64
	1995	0,64	0,90	-0,41	0,44	1,57
	2000	0,64	0,64	-0,41	0,44	1,31
	CE	0,64	0,55	-0,40	0,41	1,15

esterilización de las reservas⁴². El coste aumenta en este caso de 0,73% del PIB al 0,86%, en términos de coste estacionario.

Si adoptáramos dos modificaciones anteriores sobre los supuestos del escenario base, la cuatificación del coste de la reforma se dispararía llegando al 1,12% en términos de coste estacionario. Si a esto le añadieramos el posible sobre coste de refinanciar la deuda viva (ver Mañas, 1990b, p. 222), está claro que una estimación realista, pero prudente, del coste de la reforma lo situaría en niveles ligeramente superiores al 1% del PIB, en términos de coste estacionario.

Una parte pequeña de este coste (0,09% del PIB) ha sido cubierta en la reforma actual mediante una leva de capital sobre la banca en forma de suscripción de CBE. Para financiar el resto será necesario aumentar la presión fiscal permanente en cerca de un 1% del PIB, que es equivalente a aumentar en un 15% la recaudación por el IRPF o en un 35% la recaudación del Impuesto de renta de sociedades. Esto habrá que hacerlo, además, en un entorno de reducción de la presión fiscal directa en otros países europeos y de armonización (es decir, fijación) de los tipos de los impuestos indirectos. En definitiva, la desaparición o fuerte reducción de estos

42. En el primer semestre de 1990, ha habido entidades de alta solvencia (como Telefónica o INI, ICO, etc.) que han ofrecido tipos de interés (TIR) igual o superiores al 14% en emisiones a 10 años o más.

impuestos sobre la intermediación bancaria pueden causar potencialmente un importante problema en el proceso de ajuste de las cuentas presupuestarias españolas.

VI. MERCADOS MONETARIOS Y DE CAPITALS.

El subdesarrollo de los mercados financieros españoles a mediados de los 70 contrastaba enormemente con otros sectores de la economía que se habían ido liberalizando progresivamente desde el plan de Estabilización de 1959. Los mercados financieros, al igual que la banca, se encontraban sometidos a una regulación costosa e inadecuada que coartaba su desarrollo.

El proceso de reforma, que comenzó a finales de los años 70, ha sido lento y con velocidades muy distintas según los mercados. Esto ha hecho que el grado de desarrollo de los mercados financieros se haya caracterizado por ser muy asimétrico: mercados muy desarrollados, con un grado de sofisticación comparable a los mercados europeos más avanzados, han estado conviviendo con mercados muy tradicionales que mantenían completamente intactas normas y prácticas que databan del siglo diecinueve. La razón de esa asimetría debe buscarse en que las reformas sólo se implantaron cuando contribuían a solucionar necesidades urgentes del sector público, como la financiación del déficit (que crecía incontroladamente en la primera mitad de los años 80) o la disponibilidad de instrumentos flexibles para la conducción de la política monetaria.

Las afirmaciones anteriores pueden ser comprobados con un examen de la situación del sector financiero español en el momento de la entrada en la CEE. Los mercados más desarrollados eran el mercado

interbancario, seguido de lejos por el mercado de deuda pública. Su grado de sofisticación contrastaba con la situación de otros segmentos de los mercados monetarios y de valores, como la Bolsa o los mercados de instrumentos financieros privados (obligaciones privadas a largo plazo, títulos hipotecarios, instrumentos derivados, etc.). En los últimos años, como veremos, las demandas del "boom" económico junto con la amenaza para la supervivencia que implica la liberalización de 1992 han llevado a que se hayan instrumentado con urgencia reformas en los mercados más retrasados.

En el mercado interbancario se realizan tres tipos de operaciones: depósitos y cesiones (con pacto de recompra) de letras y pagarés del Tesoro. Los depósitos interbancarios suponían en 1989 el grueso de las operaciones realizadas (82%), correspondiendo a las cesiones de letras el 12% del mercado y a pagarés, solamente el 6%. La tendencia ha sido hacia el incremento en la importancia relativa de las operaciones de depósitos: frente al 82% actual, en 1985 representaban solamente el 63%, siendo el resto cesiones interbancarias de pagarés. A partir de mediados de 1990, se han comenzado también (fundamentalmente cesiones con pacto de recompra) a realizar operaciones con los certificados del Banco de España

El mercado interbancario ha tenido un crecimiento muy rápido a lo largo de la última década. Como muestra la tabla XIV, entre 1984 y 1989 el volumen medio de

CUADRO XIV

NIVEL DE ACTIVIDAD EN EL MERCADO INTERBANCARIO
(En miles de millones de pesetas)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
	-----	-----	-----	-----	-----	-----
VOLUMEN NETO						

Total	308	413	657	790	902	1191
- Día a día	268	363	575	697	791	1074
- Plazo	40	49	82	83	110	118
 SALDO VIVO						

Total	848	962	2234	2696	3482	4120
- Día a día	161	175	556	638	791	1074
- Plazo	687	787	1678	2058	2691	3046

Fuente: elaboración propia a partir del Boletín Estadístico del Banco de España.

operaciones diarias se ha multiplicado casi por cuatro, pasando de 308 mil millones a 1,2 billones de pesetas. Esta es una cifra varias veces superior a la que se mueve en todos los demás mercados financieros juntos, lo que muestra el caracter extremadamente líquido del mercado interbancario. La mayor parte de este volumen se realiza en operaciones día a día, aunque el volumen medio diario en operaciones a plazo es también muy superior al de cualquier otro mercado. En saldos vivos, los saldos de las operaciones a plazo superan a las realizadas día a día, alcanzando un volumen superior a los 3 billones de pesetas, en media diaria.

En cuanto a los participantes en este mercado, hay que destacar el caracter de demandante neto de fondos de la banca privada (1,45 billones de pesetas) y, particularmente, dentro de ella de la banca extranjera (885 mil millones de pesetas en depósitos tomados y cesiones de letras del Tesoro). Los principales ofertantes netos de fondos son las cajas de ahorro, con un saldo neto de préstamo de algo más de un billón de pesetas.

Finalmente, en cuanto a la organización del mercado, diremos que es extraordinariamente eficiente, basándose en anotaciones en cuenta que se realizan mediante el Servicio Telefónico del Banco de España, con cargos y abonos de fondos a las cuentas que las entidades tienen en el propio Banco de España (ver Trujillo y otros, p. 86). La amplitud, profundidad y flexibilidad del mercado vienen aumentadas en forma importante también por la participación de

intermediarios especializados, "brokers" (actuando como comisionistas) y sociedades mediadoras del mercado de dinero (S.M.M.D.), que se han caracterizado por una actuación agresiva y eficiente.

La conclusión, por tanto, es que el mercado interbancario es un mercado muy líquido, que cumple su función de forma eficiente, con una contratación muy ágil y un sistema de liquidación y compensación rápido y sencillo. Su futuro dentro del mercado financiero único vendrá marcado por dos factores:

- Reforma del coeficiente de caja: La creación de los certificados del Banco de España (CBE) y la restricción en su tenencia a las entidades que están sujetas al coeficiente de caja ha supuesto la aparición de un nuevo instrumento en el mercado interbancario, que puede suponer una potenciación a medio plazo importante de ese mercado. De hecho, la experiencia de los últimos meses muestra que una utilización creciente, con un volumen de cesiones con pacto de recompra situado entre 200-250 mil millones de pesetas. Por otro lado, el desarrollo del mercado de los CBE no se ha hecho a costa de los demás mercados interbancarios: por ejemplo, entre mayo y noviembre de 1990 el volumen medio de depósitos y cesiones de letras se ha situado en niveles muy cercanos a los del mismo periodo del año anterior (1,089 billones frente a 1,077 en 1989).

- Integración monetaria europea: En un horizonte más largo, la fijación irrevocable de

paridades entre la peseta y las demás monedas europeas y la posterior instauración de una moneda única supondrán el fin de la segmentación entre los mercados monetarios de los distintos países comunitarios. En este escenario, se puede predecir que se producirá una centralización de la actividad interbancaria en un mercado único europeo, en el que participarán, al menos, las principales entidades financieras españolas.

1. Mercados monetarios:

Los mercados monetarios no se han desarrollado de una forma tan continua como el mercado interbancario. De hecho, pueden establecerse tres grandes hitos en su desarrollo:

- El inicio de la emisión de Pagarés del Tesoro en 1981.
- La dotación de opacidad fiscal a los Pagarés después de la Ley de Activos Financieros de mayo de 1985⁴³.
- La aparición de las Letras del Tesoro a partir de junio de 1987.

Detrás de estos cambios, hay tres vectores que han empujado todo el proceso: primero, la necesidad de instrumentos financieros que posibilitaran al Tesoro

43. Denominación abreviada de la Ley 14/1985, de 29 de mayo sobre Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros.

Público la obtención de financiación suficiente para un déficit público muy superior al experimentado anteriormente; segundo, el alto nivel de inflación de finales de los 70 y principios de los 80 que hizo disminuir el atractivo de los depósitos bancarios; y, finalmente, el proceso progresivo de sofisticación del control monetario (ver Trujillo y otros, 1988).

Los Pagarés del Tesoro, en un principio, y las Letras del Tesoro, más tarde, han sido las principales fuentes de financiación ortodoxa con las que ha contado el Tesoro. En la actualidad, la diferencia principal entre ambos está en el privilegio fiscal del que gozan los Pagarés como refugio del "dinero negro" desde la promulgación de la Ley de Activos Financieros en mayo de 1985. Esta ley establecía la no obligatoriedad de comunicar a Hacienda la identidad de las partes en la transmisión de los pagarés, consagrando de esta forma su "opacidad fiscal". Esto solucionó problemas inmediatos de financiación del Tesoro, pero planteó muy pronto problemas importantes. La ley implicaba la segmentación del mercado de activos públicos de corto plazo, dividiendo la demanda según si estaba o no motivada por la ocultación fiscal. Los pagarés del Tesoro, junto a los "Afros" y los pagarés forales⁴⁴, cubrían el importante segmento de la demanda privada

44. Los Afros son activos bancarios en los que se impone una retención al tipo marginal máximo del I.R.P.F. Los pagarés forales son idénticos a los pagarés del Tesoro, salvo en que están emitidos por entidades locales vascas.

derivada del "dinero negro". El Tesoro, sin embargo, carecía de un instrumento que le permitiese acceder al dinero fiscalmente limpio.

Con la perspectiva del tiempo, parece increíble que se tardase más de tres años en remediar esa carencia con el comienzo de la emisión de las letras del Tesoro en junio de 1987. Esta tardanza dio lugar a problemas muy importantes en la instrumentación de las políticas monetarias y de financiación pública. El lanzamiento de las letras tuvo un éxito de demanda instantáneo, alcanzando en siete meses un saldo vivo de 2,5 billones de pesetas y pasando a ser, desde entonces, el activo estrella del Tesoro y uno de los principales instrumentos utilizados por el Banco de España para su política de control monetario.

Hay dos rasgos importantes a destacar del mercado de letras. El primero es la importante participación del Banco de España en la oferta de letras mediante la "ventanilla" de cesión de letras a tres meses de su propia cartera. El segundo rasgo a destacar es que la tenencia de letras por el público se realiza fundamentalmente mediante cesiones con pacto de recompra ("repos") de las carteras de los intermediarios financieros. Por ejemplo, en noviembre de 1990, de un saldo vivo total de letras de 7,03 billones de pesetas, el sistema crediticio tenía cedido temporalmente a terceros 4,03 billones de pesetas. Dicho sea de paso, esta característica es extensible también a los pagarés del Tesoro y a la deuda pública a medio y largo plazo.

En cuanto a su funcionamiento, el mercado de letras ha sido desde su comienzo un mercado muy ágil y profundo. La agilidad en la negociación, así como la minimización de los costes y trámites en la emisión, tenencia y amortización de los títulos, viene dada fundamentalmente por estar incorporado al sistema de la Central de Anotaciones en Cuenta, que se describirá más adelante.

En cuanto al mercado de pagarés del Tesoro, este ha pasado a ser en la actualidad, un mercado relativamente marginal con volúmenes todavía importantes pero decrecientes por la reducción del coeficiente de inversión, la competencia de los pagarés forales (limitada en tamaño tras la negociación de la hacienda central con las haciendas forales) y un cierto temor a la desaparición de sus privilegios fiscales.

El futuro de ambos mercados en el horizonte de la integración financiera europea también va a ser muy distinto. El mercado de pagarés dependerá de la decisión política que se tome sobre el tratamiento fiscal del "dinero negro" y de las rentas de capital, junto a las posibilidades que la libertad de movimientos de capitales ofrezcan para su afloración mediante el escape al extranjero. Respecto al futuro del mercado de letras, las consideraciones van a ser similares a las que hagamos más tarde para el mercado de deuda, por lo que posponemos hasta entonces la discusión.

La tabla XV muestra el crecimiento espectacular de los mercados de pagarés y letras del Tesoro desde su respectiva creación, así como la importancia vital de ambos en la financiación del déficit público. El volumen de Pagarés y Letras del Tesoro al final de 1990 fue de 8'7 billones de pesetas, lo que equivale al 22% del PIB. Por otro lado, la emisión bruta de Pagarés y Letras del Tesoro en 1990 fue de más de 6'6 billones de pesetas, lo que demuestra la gran capacidad de estos mercados como fuente de financiación del Tesoro y como lugar para mantener el exceso temporal o permanente de liquidez tanto de empresas como de particulares.

El mercado monetario incluye también otros mercados menos desarrollados. Un ejemplo es el mercado hipotecario que en España todavía no ha despegado, a pesar de que en 1981 se introdujesen cambios en la legislación que trataban de impulsar su desarrollo. El mercado de pagarés de empresa ha tenido mucho más éxito, en especial entre la promulgación de la ley de Activos Financieros y la aparición de las Letras del Tesoro, ya que durante ese periodo fue un instrumento financiero a corto plazo contra el que no competía ningún instrumento del Tesoro. En 1986, el volumen de pagarés de empresa alcanzó los 733 mil millones de pesetas; en 1987 descendió hasta alcanzar una media de 698 mil millones debida a la aparición de Letras del Tesoro y, también, a los altos tipos de interés a corto plazo.

La otra gran oportunidad para el desarrollo de este mercado la han traído las limitaciones al crédito

CUADRO IV

NIVEL DE ACTIVIDAD DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DE RENTA FIJA
(En miles de millones de pesetas)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 (*)
EMISION BRUTA									
Pagarés del Tesoro	131	1391	3685	4708	4963	3314	2965	3286	2330
Letras de Tesoro	-	-	-	-	-	2738	3658	5404	7383
Deuda pública a largo plazo	151	154	296	387	1933	1038	1163	1675	1615
Pagarés de Empresa	-	-	-	-	857	2182	-	-	-
Renta Fija Privada	574	614	972	1086	1457	676	1367	844	685
SALDO VIVO									
Pagarés del Tesoro	115	1310	3675	5100	5963	5332	5051	4571	3709
Letras de Tesoro	-	-	-	-	-	2538	3658	5404	7583
Deuda pública a largo plazo	506	705	803	1100	2952	3287	4276	4953	5216
Pagarés de Empresa	-	-	-	-	857	-	-	-	-
Renta Fija Privada	2120	2415	3059	3655	4425	4220	4350	4093	3760

(*) : Datos hasta noviembre de 1990 para renta fija privada emitida por instituciones no financieras y hasta octubre de 1990 para la emitida por instituciones financieras. El resto son datos para todo el año.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

bancario impuestas durante el segundo semestre de 1989 y todo el año 1990. Este ha sido un periodo de fuerte crecimiento de los pagarés de empresa, como forma de sacar de los balances bancarios una parte importante de la actividad de intermediación entre ahorradores e inversores finales. Durante ese año y medio se produjo un fuerte crecimiento, que ha afectado tanto a los volúmenes de las empresas emisoras tradicionales, como a la aparición de nuevos participantes en el mercado:

Los tres problemas principales de este mercado son:

- a). La plasmación de los pagarés en títulos físicos, con los consiguientes problemas logísticos que implica su transmisión entre los distintos tenedores.
- b). La aplicación de retenciones fiscales sobre los rendimientos implícitos, en comparación con la no sujeción a retención de pagarés y letras del Tesoro.
- c). Las dificultades para acceder a este mercado de empresas que no tengan niveles de solvencia muy altos o garantía pública. No existen, en este sentido, agencias de "rating" nacionales que

publiquen indicaciones fiables sobre la solvencia de las empresas españolas⁴⁵.

El futuro de este mercado, que presenta un grado medio de desarrollo, dependerá a corto y medio plazo de la solución de estos problemas. El primero ha sido proporcionalmente solucionado con la constitución de "Espaclear". Esta entidad, constituida a imagen y semejanza de los europeos Euroclear y Cedel, sirve de centro de compensación de títulos entre las entidades activas en el mercado de pagarés. En la actualidad, el 100% de los programas de pagarés estandarizados (es decir, no emitidos a la medida) pasa a través de Espaclear.

En el largo plazo, la integración financiera europea llevará a las grandes empresas españolas a emitir sus pagarés ("papel comercial") en el mercado europeo centralizado, quedando posiblemente las empresas medianas como una clientela potencial para un mercado de dimensión nacional.

c. Mercados de capitales a medio y largo plazo:

Los mercados monetarios españoles han logrado un nivel de desarrollo aceptable, cercano al nivel medio de los principales países de la CEE. Sin embargo, los mercados de capitales a medio y largo plazo todavía están muy

45. El peligro para los pequeños y medianos inversores de la falta de "rating" se ha puesto de manifiesto a fines de 1990 y principios de 1991 con la falta de repago de los pagarés de Cartemar y Corporación Intra.

atrasados frente a sus homólogos europeos, especialmente en el segmento privado.

La tabla XV muestra la evolución de los principales mercados de capitales en el periodo 1982-90. Podemos apreciar que el mercado de deuda pública de medio y largo plazo partía de niveles muy bajos, tanto en emisión como en saldo vivo, y creció lentamente hasta 1986. En ese año el saldo vivo de bonos aumentó desde 1'1 billones de pesetas hasta casi 3 billones. Las causas de este crecimiento tan repentino se deben a la política agresiva de emisiones que adoptó el Tesoro en dicho año, en un entorno que incluía expectativas tanto de tipos de interés más bajos, como de rápido desarrollo institucional de un mercado sofisticado y líquido. Debido a la demora en la reforma del mercado y, posteriormente debido a la política monetaria restrictiva adoptada a partir de junio de 1987, el desarrollo del mercado de deuda se ralentizó bruscamente tras el impulso inicial, no habiéndose alcanzado en años posteriores el nivel de emisión bruta del año 1986. Esto ha llevado a un proceso peligroso de acortamiento de la vida media de la deuda pública negociable, que ha pasado de 1,74 años en el primer trimestre de 1987, a 1,23 en el mismo periodo de 1990.

Por otro lado, hay que tener en cuenta también para el caso de la deuda que su tenencia en manos del público se realiza fundamentalmente no a vencimiento, sino mediante cesiones en "repo" por parte de las instituciones financieras. Estas cesiones alcanzaban un nivel de 2,15 billones en octubre sobre 4,11 billones

de saldo vivo (excluyendo la deuda que el Banco de España tiene por cuenta propia). Esta situación tiene consecuencias importantes desde los puntos de vista de la política monetaria y de la política de financiación pública. Así, por ejemplo, el riesgo sobre la curva tipo-plazo que toman los bancos (que les es muy difícil cubrir en su balance) lleva a que solamente se emitan cantidades significativas de deuda en entornos con expectativas de tipos de interés a la baja, como ocurrió en 1986 o a mediados de 1990.

Pasando al tema del diseño y funcionamiento del mercado secundario, hay que decir que la reforma que se produjo a mediados de 1987 ha creado una estructura muy sofisticada que, potencialmente, puede dar lugar a un mercado líquido, eficiente y transparente. La innovación más importante de la reforma es de carácter conceptual: la materialización de la deuda pública en un registro contable ("anotación en cuenta"), en lugar de en un título físico, de acuerdo con la tradicional doctrina mercantil del título-valor. La reforma crea la Central de Anotaciones en Cuenta, que sirve como registro de la titularidad de la deuda pública y como central de compensación y liquidación para los titulares de cuentas. Esto conlleva un abaratamiento sustancial de los costes de emisión y transmisión⁴⁶,

46. Recordemos que, hasta la reforma, la transmisión de deuda pública estaba sujeta a intervención de fedatario mercantil (Agente de Cambio y Bolsa o corredor) con la consiguiente comisión fija del 0,25%.

junto a un facilitamiento de los intercambios al eliminar el trasiego físico de títulos.

La reforma estructura el mercado secundario de deuda en dos niveles⁴⁷. El nivel superior lo forman las entidades creadoras de mercado, que deben estar dispuestas a cotizar continuamente y en firme precios de compra y venta de deuda pública tanto entre sí como al nivel inferior, las "entidades gestoras de anotaciones por cuenta de terceros". La cotización entre entidades creadoras de mercado se realiza mediante una red informática gestionada por tres "brokers ciegos", llamados así por garantizar el anonimato en las transacciones.

Hay que destacar la importancia que ha adquirido la contratación a plazo dentro de este primer nivel, superando con creces la contratación del mercado al contado (7.600 millones diarios en 1990, frente a 21.900 millones del mercado al contado). La contratación a plazo se basa en el acuerdo de intercambiar en una fecha futura títulos y dinero a un precio fijado hoy. En el mercado español las fechas de entrega se han visto reducidas "de facto" a 4 fechas estándar durante todo el año. Esto implica que este mercado sea una especie peculiar de mercado de futuros, en el que se intercambian contratos estandarizados directamente entre los participantes,

47. Para una descripción completa del mercado, véase el cap. VII de Trujillo y otros (1987).

sin una entidad de compensación central que sea contrapartida y garante de todas las transacciones.

En el cuadro se muestran el tamaño y la evolución del mercado primario de títulos de largo plazo privados. Como puede apreciarse, este era un mercado que partía de un tamaño inicial importante, pero que ha tenido un crecimiento mucho más lento que el mercado de deuda pública, habiendo sufrido una importante regresión desde 1987. Entre los factores negativos que han venido afectando a este mercado estarían:

- a. La falta de un sistema análogo a la Central de Anotaciones que facilitase la transmisión de estos títulos: La transmisión de mercados organizados debe hacerse con intervención de fedatario público; hasta ahora, el único mercado organizado de renta fija es la Bolsa, que tiene el problema de tener comisiones fijas (0,25%, independientes del volumen.
- b. El crecimiento en la volatilidad de los tipos de interés y la prevalencia de expectativas bajistas desde 1987, que reducían el interés de los emisores por los títulos de largo plazo.
- c. El bajo nivel de desarrollo en nuestro mercado de los demandantes típicos de títulos de largo plazo, como los fondos

de pensiones privados o las compañías de seguros.

- d. La falta de emisiones públicas de largo plazo, cuyos tipos sirvieran como referencia al mercado privado. El Tesoro también ha mantenido expectativas bajistas absteniéndose de ofertar tipos a los que pudiera emitir volúmenes significativos.

La falta de desarrollo de un mercado de bonos privados a largo plazo presenta trabas importantes a la consecución de fondos estables por parte de las empresas más necesitadas de ellos, como es el caso de las "utilities" (electricidad, ferrocarriles, telecomunicaciones). Para cubrir sus necesidades, estas empresas han tenido que recurrir al Euromercado, a endeudarse en plazos cortos en una proporción superior a la deseada o a utilizar el poco fiable mercado primario de fondos propios. Una solución mixta que se ha utilizado con frecuencia a partir de la crisis de octubre de 1987 ha sido la emisión de obligaciones convertibles, que ofrecen las ventajas para sus suscriptores de importantes descuentos en la conversión en acciones y un menor riesgo en un entorno tan volátil como el vivido desde 1987.

En cuanto al futuro de los mercados de deuda a medio y largo plazo, podríamos hacer las consideraciones siguientes:

1. La reforma del coeficiente de caja ha sido una oportunidad perdida para crear un mercado de deuda pública mucho más líquido y profundo, al haberse limitado la tenencia de los CBE a las entidades que estaban sujetas al coeficiente de caja. En un futuro (relativamente lejano), el vencimiento de estos títulos podrá llevar a un incremento en el saldo vivo de deuda libremente negociable.

2. El desarrollo del mercado de largo plazo se ha visto resentido por dos factores: la falta de interés por parte del Tesoro en emitir a plazos superiores a cinco años a tipos que pudieran atraer a los inversores y la falta de inversores institucionales que generasen una demanda genuina de títulos de largo plazo. El intento reciente de fomentar los fondos y planes de pensiones privados no ha tenido mucho éxito, aunque pudiera despegar en un futuro.

3. El Tesoro se ha encontrado con muchas dificultades para distribuir sus productos al público al tener que confiar en las redes de distribución bancarias, interesadas preferentemente en colocar productos propios. Los intentos recientes de utilizar una red propia, mediante las languidecientes sucursales provinciales del Banco de España, o de educar al inversor para que demande los títulos a través de la red bancaria podrían ser factores importantes en el desarrollo futuro del segmento minorista del mercado de deuda pública.

4. Los factores más importantes, sin embargo, en el futuro de estos mercados será el crecimiento de la inversión extranjera y al proceso de unión monetaria europea. Nuestra incorporación al S.M.E. y la eliminación de las trabas fiscales y burocráticas a la inversión extranjera van a llevar en los próximos años a una mayor presencia de los títulos de deuda españoles en las carteras de los grandes inversores institucionales extranjeros. Ello llevara también a una mayor competencia en nuestro mercado en las actividades de colocación y creación de mercado por parte de los grandes bancos de inversión extranjeros. Probablemente, llegarán a conseguir una cuota de mercado importante a costa de las entidades españolas. Finalmente, el final del proceso de unión monetaria llevará a que desaparezca toda segmentación entre mercados nacionales y, por tanto, a que el mercado de deuda pública española se integre en un mercado único comunitario.

4. Mercados sobre instrumentos derivados (futuros y opciones)

Los mercados financieros españoles se han visto completados recientemente por la aparición de mercados organizados de futuros y opciones sobre instrumentos financieros. En noviembre de 1989 comenzó a funcionar el mercado de opciones sobre bonos del Tesoro (nacionales) a 3 años, haciéndolo el mercado de futuros sobre el mismo activos en marzo de 1990.

La distinta localización de los dos mercados, opciones en Madrid y futuros en Barcelona, está muy ligada a las distintas circunstancias que han rodeado

su nacimiento. El mercado de opciones está gestionado por la sociedad privada OM Ibérica, que estaba inicialmente controlada por el grupo sueco OM International y contaba como principales socios nacionales al BBV, Banesto y Banco Exterior. El nacimiento del mercado de futuros en Barcelona (MEFF) estuvo fuertemente impulsado por la iniciativa política del gobierno autónomo catalán, preocupado por la pérdida de importancia de Barcelona como plaza financiera. La idea era crear una dualidad de plazas financieras como la observada, por ejemplo, en Estados Unidos: Nueva York, dedicada preferentemente a mercados "al contado", y Chicago, a mercados de futuros y opciones. Frente al caso americano, la dualidad de plazas financieras no prevendría de la iniciativa privada, triunfo de los mercados de Chicago (Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade y Chicago Board of Options Exchange) sobre los mercados de Nueva York u otras ciudades americanas⁴⁸, sino de la iniciativa pública: fuerte apoyo del gobierno catalán y un cierto monopolio, al menos temporalmente, sobre la contratación de futuros bajo una idea de proteger la "industria naciente".

Ambos mercados han tenido un desarrollo importante, habiéndose lanzado hasta ahora contratos

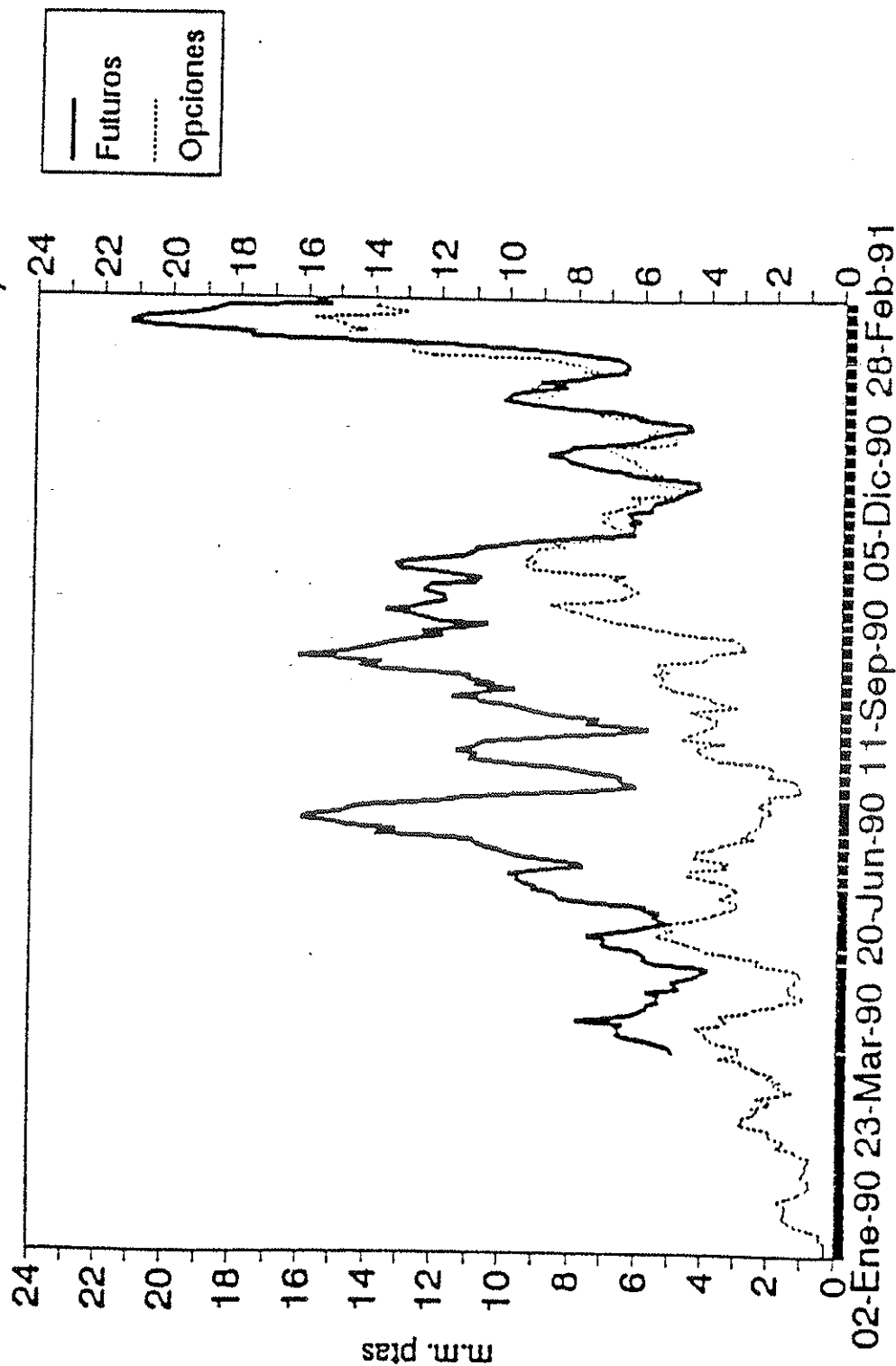
48. Triunfo relativo ya que hay contratos con volúmenes muy importantes negociados en Nueva York (opciones y futuros sobre productos petrolíferos en NYMEX) o, incluso, en Filadelfia (opciones sobre divisas) o en Kansas City (opciones sobre el índice bursátil MMI).

sobre dos tipos de activos subyacentes. En primer lugar, se comenzó por los futuros y opciones sobre bonos del Estado "nacionales": bonos con cupón del 10% anual pagadero semestralmente y un nominal de 10 millones de pesetas⁴⁹. Desde octubre de 1990, se han añadido mercados sobre un segundo activo subyacente, el tipo interbancario (MIBOR) a tres meses.

El gráfico IV muestra los volúmenes medios diarios negociados en ambos mercados a lo largo de 1990 para el contrato sobre el bono nacional. Como vemos, en el mercado de futuros se produjo un fuerte crecimiento hasta octubre, habiendo decrecido la negociación desde entonces hasta prácticamente la mitad. Esta evolución es una muestra de la dependencia de estos mercados de la existencia de volúmenes suficientes de deuda con una misma referencia (plazo y tipo de interés), ya que la caída se debe a la menor liquidez del mejor bono entregable. La tendencia en el mercado de opciones ha sido más uniformemente creciente, con una media de contratación diaria de casi siete mil millones de pesetas. Este crecimiento en la contratación tiene un reflejo aún más espectacular en el saldo vivo ("open interest") que llegó en diciembre de 1990 a superar los 250.000 millones de pesetas.

49. La evidente inexistencia real de estos bonos hace que la obligación de entrega del bono nacional (al vencimiento del futuro o en caso de ejercicio de la opción) se realice mediante la entrega de un valor equivalente en "bonos entregables", determinado mediante factores de conversión distinto para cada contrato (ver AFI, 1990, p.233).

VOLUMEN NEGOCIADO EN LOS MERCADOS MEFF Y OM (Bono nacional, m.m. 10días)



Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

La valoración de la corta vida de estos mercados es positiva. Su presencia ha contribuido a aumentar las posibilidades abiertas a inversores y prestamistas en cuanto a estrategias de cobertura o exposición al riesgo de tipo de interés. Comparativamente, quizás, ha tenido más éxito el mercado de opciones, que ha llegado a volúmenes de contratación similares al mercado de futuros, cuando en otros mercados (MATIF, mercados americanos) suele ocurrir lo contrario. Por otro lado, el mercado de futuros no ha conseguido desplazar al mercado a plazo que le cuadruplicaba en volumen en el último trimestre de 1990.

El futuro de estos mercados va a estar ligado al futuro de los mercados de deuda pública, por lo que son válidos para ellos las consideraciones que hicimos anteriormente. Hay factores negativos en su desarrollo que deberían desaparecer. Uno de ellos es el miedo a la competencia entre mercados y/o plazas financieras: las autoridades deben dejar al mercado decidir dónde o quién contrata qué. A medio plazo debe sobrevivir el más eficiente e innovador, que siempre deberá mantenerse alerta ante la posible entrada de nuevos competidores. Otro factor negativo similar sería la actitud corporativista de las Bolsas ante estos mercados, tratando de proteger celosamente su tradicional monopolio de contratación sobre la renta variable, lo que ha incidido negativamente en la aparición de opciones y futuros sobre índices y valores bursátiles. Finalmente, la idea básica debe ser que el test final de estos mercados será su posibilidad de

competir con sus homólogos europeos a partir de 1993. Deberá aprovecharse bien el tiempo para asegurar una infraestructura física y, sobre todo, humana que garantice su viabilidad en el mercado único.

VII.- MERCADO BURSÁTIL : REFORMA Y PERSPECTIVAS DE FUTURO

1.- Situación del mercado bursátil en el momento de la Adhesión

La Bolsa española ha sido catalogada, tanto por la Administración como por la literatura (ver, por ejemplo, De la Dehesa, 1988; Terceiro, 1988), como el área del sistema financiero que podría verse más seriamente afectada por el mercado financiero único de 1992. No obstante, esta vulnerabilidad potencial parece ser compartida por la mayoría de los mercados bursátiles de los países continentales de la CEE, ya que, como veremos, la Bolsa española no difiere mucho de las bolsas de los principales países europeos, tanto en términos de liquidez como de capitalización.

El tamaño de la Bolsa española respecto a nuestra economía, medida en términos de capitalización bursátil sobre PIB, es similar al de otros países del continente europeo (cuadro XVI): con un 28%, se encontraba en 1989 por delante de Alemania (26%) e Italia (19%), y por detrás de Holanda (48%) y Francia (32%). Todos estos países europeos tienen ratios de capitalización bursátil muy inferiores a los del Reino Unido (casi 100%) o a Estados Unidos y Japón. La liquidez de nuestra bolsa, medida en términos de rotación anual de la capitalización total, es también similar a la de otros países del continente (Francia, Holanda o Italia); situándose muy por debajo de Japón, Estados Unidos y Alemania. El dato de la tabla para el Reino Unido en 1989 es muy bajo comparado con la media de la

CUADRO XVI

CAPITALIZACION, VOLUMEN DE NEGOCIACION Y CONCENTRACION

	Capitalización (% PIB)		Contratación (1)	Concentración
	1979	1989	1989	1989
Japón	30	155	60,6	17,1
Reino Unido	32	98	25,4	24,5
EE.UU.	39	58	54,5	14,1
Holanda	15	48	44,9	69,8
Francia	9	32	38,4	25,9
España	9	28	38,9	40,4
Alemania	10	26	120,3	41,8
Italia	4	19	27,0	42,0
Austria	3	17	12,6	36,4

(1) Volumen de contratación como porcentaje de la capitalización.

(2) Porcentaje de la capitalización que representan las 10 mayores compañías.

Fuente: Molinas (1990).

historia reciente (ver gráfico en Gutiérrez y Segura, 1989): habitualmente, el mercado británico ha tenido una rotación superior al mercado francés, italiano o español. Finalmente, la concentración de la contratación total en unos pocos valores es otra característica que distingue a los mercados continentales (salvo, en este caso, a Francia) de Japón y los países anglosajones.

El cuadro XVII presenta datos del número de sociedades admitidas a cotización en los principales mercados europeos y su capitalización media. Respecto al primer dato, vemos que la bolsa de Londres supera muy ampliamente a todas las demás en sociedades cotizadas, situándose la bolsa de Madrid en los niveles medios del continente. Respecto a la capitalización media, la Bolsa de Madrid solamente supera a la bolsa de Luxemburgo. Como indica Molinas (1990), esto es principalmente reflejo de nuestra estructura económica y no una peculiaridad bursátil.

Dos conclusiones se obtienen de los ratios anteriores. La primera es que la bolsa española en términos relativos es muy similar a la de los demás países europeos continentales. La segunda es que estos mercados están, en general, menos desarrollados que los mercados del Reino Unido, Japón y Estados Unidos: son menos representativos de la economía global y tienen una menor liquidez.

Los ratios anteriores se referían principalmente a las características de los mercados bursátiles como

CUADRO XVII

CAPITALIZACION MEDIA EN BOLSAS EUROPEAS EN 1989

	Nº de sociedades admitidas	Capitalización media (1)
Londres	2559	328.9
París	685	614.2
Luxemburgo	671	160.9
Alemania	641	722.2
Amsterdam	480	658.6
Madrid	417	246.2
Bruselas	338	341.0
Milán	217	656.0

(1) Capitalización por sociedad admitida en millones de ECUs.

Fuente: Molinas (1990).

mercados secundarios. El cuadro XVIII presenta algunos datos que tratan de medir el otro papel de los mercados bursátiles: su papel como mercados primarios en los que las empresas pueden obtener fondos para sus inversiones. Los datos muestran el porcentaje de financiación externa (es decir, financiación que no se basa en fondos generados internamente) obtenida mediante la emisión de acciones en el mercado. Sorprendentemente, el mercado estadounidense tiene un porcentaje negativo de financiación mediante acciones que incluso ha aumentado desde 1985 a 1987. Este fenómeno aparentemente extraño se debe al rápido proceso de apalancamiento de muchas de las empresas de este país, junto con una importante ola de fusiones y adquisiciones.

En términos de participación en la financiación externa, el mercado bursátil español se sitúa en la media de la tabla. Está por debajo de los mercados británico, francés e italiano, pero claramente por encima de los mercados alemán, japonés y americano. No obstante, estos datos pueden estar exagerando la relativa importancia del mercado bursátil como una fuente de nuevos fondos, ya que el coeficiente de autofinanciación (financiación interna) sobre el total de las necesidades de financiación era menor en España que en los otros países del cuadro (ver Bergés, 1988).

La conclusión a sacar de las tablas anteriores es que no parece existir una correlación positiva entre la eficiencia de un mercado bursátil como mercado secundario (por ejemplo, en términos de liquidez) y su

CUADRO XVIII

LAS BOLSAS DE LOS PAISES DESARROLLADOS COMO MERCADOS PRIMARIOS

PAIS	Financiación bursátil/financiación externa	
	Media 1980-86	1987
España	17.8	29
Alemania	6.2	14
Francia	27.0	45
Italia	28.4	32
Reino Unido	28.3	51
EE.UU.	-14.2	-38
Japón	7.1	4

Fuente: Bergés (1987), Bergés (1988).

eficiencia como un mercado primario (como fuente de fondos mediante la emisión de acciones). Los datos también muestran que el mercado español tiene un bajo nivel de liquidez pero un papel importante como fuente de fondos ajenos para las empresas. Es, por tanto, un mercado con características muy similares a los principales mercados del continente europeo (Alemania, Italia y Francia).

Sin embargo, la stampa del mercado bursátil español que presentan las cifras anteriores quizás sea, en nuestra opinión, demasiado optimista. El principal sesgo positivo viene probablemente dado por la evolución excepcional del mercado bursátil español desde 1983. En sólo 4 años el índice general se incrementó en más del 600%, lo que implica que los índices de volumen de negocios o capitalización se habrían multiplicado por seis, aún en el caso de que ninguna empresa hubiera entrado en el mercado o de que el número de acciones negociadas hubiera permanecido constante.

Una descripción más realista de la situación del mercado bursátil español, antes de la reciente reforma debería incluir las siguientes características negativas:

a. Estrechez: En 1988, de entre las 500 primeras empresas industriales españolas, sólo 78 cotizaban en bolsa. Algunos sectores estaban muy escasamente

representados⁵⁰ (turismo, electrónica, publicidad y comunicación, distribución, etc.). Por el contrario, otros sectores dominaban el mercado: casi el 50% de la capitalización del mercado correspondía a empresas financieras, un porcentaje que llegaba hasta los dos tercios (66.7%) si se incluyen las empresas de servicios públicos (eléctricas y Telefónica).

b. Falta de liquidez y profundidad: Esta característica ha sido un gran obstáculo para los inversores extranjeros, los cuales en situaciones especiales del mercado (por ejemplo, en octubre y noviembre de 1987) se han encontrado con que era prácticamente imposible encontrar contrapartidas a cualquier precio para la mayoría de las acciones que cotizaban en los mercados españoles. Por otro lado, en épocas normales, sólo un pequeño grupo de valores (entre 20 y 30) se considera que tienen la suficiente liquidez como para entrar y salir fácilmente en volúmenes significativos.

La causa principal de esta falta de liquidez y profundidad ha estado en la práctica inexistencia de inversión institucional independiente: fondos de inversión (FIM), sociedades de cartera (SIM y SIMCAV), compañías de seguros, fondos de pensiones, etc. Como

50. Véase la tabla IV en Gutiérrez y Segura, 1989:

- Distribución: cotizan 2 empresas de las 66 existentes entre las 500 primeras, es decir: 2 de 66
- Electrónica e informática: 2 de 33.
- Comunicación y Publicidad: 0 de 25.
- Turismo (10% del PIB español): 0 de 10.

muestra el cuadro XIX, España se encuentra el último entre los países de la tabla en términos de volumen de los activos de los fondos de inversión sobre PIB, con sólo un 2% frente al 19% de Estados Unidos y Francia. Por otro lado, las carteras de los fondos y sociedades de inversión han estado muy controladas por los bancos promotores, sirviendo más a los intereses concretos de la política de participaciones y autocartera del propio banco que a los intereses de los inversores.

Las compañías de seguros, por otra parte, no han tenido un papel significativo en las bolsas. Según el estudio de Gutiérrez y Segura (1989), su cartera de valores de renta variable en 1987 representaba menos del 2,2% de la Bolsa de Madrid. Algo parecido probablemente ocurra con los fondos de pensiones, que han comenzado a crearse a partir de 1988. El volumen captado hasta ahora ha sido mucho menor de lo esperado y es probable que por varias razones, la proporción de fondos invertida en renta variable sea pequeña.

Finalmente, habría que mencionar como principal elemento dinamizador de nuestras bolsas a la inversión extranjera (ver cuadro XX). Esta inversión, que es fundamentalmente de carácter institucional, ha alcanzado en los últimos años volúmenes (tanto brutos como netos) muy importantes, habiendo impulsado la recuperación de las cotizaciones desde 1985 y la mayor profesionalización de los participantes en el mercado.

CUADRO XIX

VOLUMEN DE ACTIVOS DE LOS FONDOS DE INVERSION SOBRE PIB
(Porcentaje a final de 1989)

PAIS	%
-----	-----
ESPAÑA	2
ITALIA	4
ALEMANIA	5
REINO UNIDO	11
JAPON	15
FRANCIA	19
ESTADOS UNIDOS	19

CUADRO II

INDICADORES DE ACTIVIDAD EN LAS BOLSAS ESPAÑOLAS
(En miles de millones de pesetas)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Volumen (acciones)	172	218	441	621	2266	4756	3287	4678
Emisión (E. no fins.)	70	80	138	152	219	282	242	102
Capitalización (nuevas admisiones)	178	154	186	280	540	385	905	N.D.
Capitalización total	1400	1702	2295	3007	6477	7240	9640	13581
Nº de compañías cotizadas	448	394	375	334	311	327	368	402
Índice B. Madrid	69	71	97	122	249	352	397	431
Inversión extranjera neta	0	3	13	57	156	54	42	249
Compras por extranjeros	5	8	25	96	422	1039	611	802

Nota: Los datos de capitalización (total y nuevas empresas admitidas), Nº de compañías cotizadas e índice corresponden solamente a la Bolsa de Madrid. Los datos sobre inversión extranjera corresponden a las Bolsas de Madrid y Barcelona. Los datos de volumen y emisión de renta variable de empresas no financieras corresponden a todas las Bolsas.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y Bolsa de Madrid.

c. Falta de transparencia: El mercado español anterior a la reforma se ha caracterizado por su importante falta generalizada de transparencia en la formación de los precios de las acciones. Frente al libre juego de oferta y demanda en la determinación del precio, la mayoría de las empresas mantenían la figura del "cuidador del valor" que, como su nombre indica, dirigía la cotización según la estrategia dictada por la empresa. Esta intervención sobre el mercado era especialmente notoria en el caso de los bancos, que, incluso habían conseguido cotizar por un sistema especial ("contratación por caja") que facilitaba y, casi, instituía este tipo de intervención. La nueva ley de sociedades anónimas, que impone limitaciones importantes a la autocartera (aprobación en la Junta General con un límite máximo del 5%), y el sistema de contratación continuo ha contribuido notablemente a dificultar este tipo de prácticas, que van contra la transparencia en la formación de precios.

Por otro lado, la utilización de información privilegiada en las transacciones bursátiles ("insider trading") no estaba regulada, careciéndose de un sistema específico de control y sanciones o de un código de conducta que regulase tanto la actuación de los poseedores de información privilegiada como las obligaciones de información sobre hechos relevantes de las sociedades. Desgraciadamente, esta falta de regulación parece que llevaba (aunque no este públicamente demostrado) a abusos importantes en la utilización de esa información.

d. Sistemas de compensación y liquidación poco fiables:

El mercado bursátil español era conocido entre los inversores internacionales por su proceso de compensación y liquidación arcaico y poco fiable. La liquidación era, por término medio, mucho más lenta que en otros mercados europeos y las fechas de valoración no siempre eran previsibles, particularmente para las sociedades con títulos nominativos, como los bancos.

e. Altos costes de intermediación: El sistema que prevaleció hasta la reforma era una copia del viejo sistema francés, basado en el monopolio de la intermediación de títulos por los Agentes de Cambio y Bolsa, como fedatarios mercantiles a través de los cuales habían de hacerse todas las transacciones en valores. Los agentes recibían una comisión fija, proporcional al valor de la transacción. Esto implicaba la eliminación de cualquier tipo de competencia en precios entre ellos. Además, como la comisión era independiente del volumen, eso implicaba un subsidio cruzado a los pequeños inversores por parte de los clientes de mayor volumen.

f. Falta de incentivos para la innovación: En el sistema anterior a la reforma, había muchos factores que se oponían a la innovación: el monopolio de intermediación del que disfrutaban los agentes; la falta de capacidad de autoregulación de las Bolsas; o los principios subyacentes en las normas financieras españolas, que a menudo conducen a una actitud del mercado en la que todo está prohibido a no ser que la autoridad pertinente lo haya aprobado específicamente.

2.- La reforma de la Bolsa

La lista de características negativas que acabamos de mencionar venía a confirmar claramente la sensación generalizada que se tenía en el momento de la adhesión de que el mercado bursátil era el área del sistema financiero español que podría verse afectada más seriamente por el shock de 1992. Este temor espoleó la actuación de las autoridades españolas que, en julio de 1988, aprobaron la ley del Mercado de Valores (LMV) que sentaba las bases legales para una reforma completa del viejo mercado. Las características principales del nuevo mercado bursátil español son las siguientes⁵¹ (CNMV, 1990):

(a) Definición legal de los valores: La nueva ley establece que los valores negociables no necesitan una representación física sino que pueden ser representados simplemente mediante anotaciones en cuenta. De hecho, establece que ésta debe ser la regla, y no la excepción. Este cambio termina con las dificultades legales que implicaba el concepto decimonónico de la representación física de los derechos, una de las principales bases conceptuales de la legislación mercantil española.

51. Véase De la Dehesa, 1988; García Hermoso y Ubiría, 1990; CNMV, 1990. La reforma española, al igual que la regulación anterior, sigue líneas parecidas a la reforma de las bolsas francesas realizada un año antes.

(b) Sujetos de mercado: Los agentes de cambio y bolsa se han visto sustituidos por sociedades anónimas: sociedades de valores (SV) y agencias de valores (AV). La diferencia principal entre ambas es que las SV pueden tomar posiciones por cuenta propia, por ejemplo, actuando como creadores de mercado o aseguradores de emisiones ("underwriters"). Inicialmente, la creación de las sociedades miembros de la nueva Bolsa quedaba limitada a los agentes de cambio y Bolsa, compensando de esta forma las pérdidas de privilegios de este colectivo. Posteriormente, su creación será libre, lo que contrasta con la situación de "numerus clausus" anterior. Por otro lado, la "fe pública" de los agentes se ve sustituida por la obligación de la intervención de una SV o AV miembro de la Bolsa en las compraventas de valores bursátiles.

(c) Organización de la Bolsa: La Bolsa de valores es gestionada por una sociedad anónima, la Sociedad Rectora de la Bolsa, que sustituye a las antiguas Juntas Sindicales. Esta sociedad es propiedad de aquellas sociedades y agencias de valores que hayan querido ser miembros de la bolsa, lo que les habilita para realizar operaciones en ella. Las sociedades rectoras tienen como funciones la dirección y administración de las bolsas, así como la supervisión de la contratación y de los procesos de formación de precios en los mercados. Las Bolsas de valores son a su vez propietarias de la Sociedad de Bolsas, que administra el Sistema de Interconexión Bursátil, más popularmente conocido como "mercado continuo". A esta quinta bolsa tienen acceso los miembros de las demás

bolsas, a través de un sistema de contratación asistida por ordenador (CATS) utilizado anteriormente en la Bolsa de Toronto.

(d) Régimen de las emisiones: La LMV establece formalmente el principio de plena libertad de emisión y colocación, aunque, como bien observa Raimundo Ortega (1990), la efectividad de estas libertades dependerá de la minimización y facilitación de los trámites ante la CNMV de comunicación previa y registro.

(e) Creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): La CNMV es una entidad de Derecho público que tiene como misión general la supervisión e inspección de los mercados de valores, velando por la transparencia de estos mercados, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores. Como señalan García Hermoso y Ubiria (1990), la LMV establece un modelo de supervisión más próximo a la S.E.C. americana que a otros organismos supervisores europeos. Nosotros añadiríamos, con Ortega (1990), que el modelo español de la CNMV es mucho más intervencionista que el americano, dejando una menor capacidad de autorregulación al propio mercado.

(f) Comisiones: Frente a otras reformas bursátiles ("big bangs"), la española ha mantenido las comisiones fijas y en niveles similares (o, incluso, mayores) a los anteriores a la reforma (ver cuadro 2.1, CNMV, 1990). Se establece, sin embargo, en la LMV un principio general de libertad de comisiones, que sólo se hará efectivo a partir de 1993.

(g) Reglas de comportamiento: la LMV establece un principio general de libertad de actuación de los participantes en los mercados de valores, que sólo deberá ser limitado para proteger los intereses de los pequeños inversores o la transparencia del mercado. Con este último objetivo, la ley regula el suministro continuado de información al mercado por parte de los emisores, tanto periódicamente (estados financieros anuales y trimestrales), como puntualmente, cuando se produzca algún "hecho relevante" que pueda afectar a la cotización. Finalmente, la LMV prohíbe la utilización de información privilegiada, que define en términos generales, dejando su regulación más completa para un desarrollo reglamentario posterior, que todavía no se ha producido.

C.- Presente y futuro de la Bolsa española en un contexto de internacionalización

Los resultados de la reforma de la Bolsa son, en nuestra opinión, muy positivos. El camino recorrido desde el "big bang" de las bolsas en junio de 1989 hasta la actualidad ha sido muy grande, aunque existen todavía lagunas importantes y no está, en absoluto, asegurada la supervivencia del mercado en el entorno del mercado único. En cualquier caso, hay que recordar que, a principios de 1989, nadie hubiera apostado por el cumplimiento de los plazos de la LMV y por una transición tan poco traumática como la experimentada.

A finales de 1990, prácticamente todos los valores importantes se estaban contratando en el mercado continuo. Este ofrece un grado de transparencia en la formación de precios inusitado, en comparación con la situación anterior, permitiendo detectar los intentos de manipulación del mercado u otros tipos de maniobras extrañas, ya que queda constancia informática de todas las actuaciones de los participantes en el mercado. La observación casual del mercado sugiere que la liquidez se ha visto mejorada considerablemente, a pesar del entorno bursátil más desfavorable en el que se ha vivido desde la reforma.

Hay todavía pasos importantes que dar en el proceso de reforma, pasos que están sufriendo un retraso excesivo, como la creación de un servicio de liquidación y compensación ágil y fiable o la potenciación de la contratación bursátil de otros activos como la deuda pública o la renta fija. Tampoco se ha avanzado en la creación de mercados derivados de acciones (opciones sobre índices bursátiles o acciones) o, incluso, en el restablecimiento de la operativa a crédito. Una parte importante de culpa estaría en la falta de dinamismo y coordinación de las sociedades rectoras de las bolsas, a las que se les achaca (Ortega, 1990, p. 158) cierta falta de sintonía con las necesidades de sus accionistas, junto a altos presupuestos.

Desde el punto de vista de las empresas emisoras, la queja principal sería el alto coste que tiene cotizar en las bolsas españolas, superior a la mayoría

de las bolsas occidentales (en línea con la más cara que sería la bolsa de Tokyo). Este es un problema ligado a una cierta mentalidad monopolística de mercado cautivo, que no tiene ningún sentido en el horizonte del mercado único. En el caso americano, por ejemplo, el N.Y.S.E. (New York Stock Exchange) es muy consciente de que compite por clientes y/o negocio con el AMEX (American Exchange), el NASDAQ (mercado "over-the-counter") o con las bolsas regionales. Las bolsas españolas deben ser conscientes de que compiten con la bolsa informatizada inglesa (SEAQ International) para grandes valores y de que, en muy poco tiempo, la competencia puede ser más directa y generalizada.

La actuación de la CNMV ha tenido aspectos muy positivos, como el cumplimiento de los plazos de la reforma, junto a actitudes más criticables. Entre ellas esta el que, frente a la laxitud anterior, parece existir una tendencia a extremar el rigor en la interpretación de las normas y en el control de los participantes en el mercado, con el peligro que ello entraña de imponer altos costes burocráticos o de ahogar la innovación. En cualquier caso, cierta dosis de rigor y ejemplaridad inicial era necesaria para dejar claro al mercado que se iniciaba una nueva época.

En cuanto a las sociedades y agencias de valores, habría que comentar que la mala coyuntura bursátil y su proliferación inicial han llevado a que aparezcan problemas de viabilidad en algunas de ellas durante el segundo semestre de 1990. A medio plazo el mercado procederá a seleccionar los supervivientes que serán

aquellos que elijan un mejor posicionamiento en el mercado y que sean más eficiente en términos de costes.

¿Cuál va a ser el resultado a largo plazo del esfuerzo de modernización emprendido con la reforma? A esta cuestión no puede responderse sin antes considerar cuál será el escenario del mercado de capitales en la CEE después de 1992. El ejemplo de Estados Unidos es la referencia que suele utilizarse para predecir el estado de equilibrio hacia el que convergerán los mercados de la CEE después de esa fecha. La conclusión que se desprende del ejemplo de Estados Unidos es que los mercados de capitales en Europa se concentrarán en unos pocos centros financieros. Por ejemplo, en el caso concreto de los mercados de acciones en Estados Unidos, hay una gran cantidad de mercados regionales de acciones: Chicago, Filadelfia, Boston, Cincinnati o incluso Spokane (en el estado de Washington), pero los dos mercados de Nueva York (NYSE y AMEX) han copado tradicionalmente más del 90% de volumen total.

Sin embargo, al mismo tiempo, podemos observar que existe un ejemplo dentro del mercado de acciones en EEUU de un mercado nacional que no está físicamente limitado a un lugar concreto: el mercado "over-the-counter" de la National Association of Securities Dealers (NASD). Para otro tipo de activos como los bonos del tesoro, el mercado principal también se realiza "over the counter" aunque el mayor volumen de negocio de bonos tiene lugar en los mercados de futuros y de opciones que están localizados en Chicago (Chicago Board of Trade y Chicago Mercantile Exchange).

El ejemplo americano suscita dos preguntas básicas que deben responderse antes de hacer especulaciones acerca del futuro de los mercados bursátiles nacionales de la CEE y que son comunes con otros mercados:

(i) ¿En el futuro, este tipo de actividad estará totalmente informatizada y será independiente de la localización?

(ii) ¿Hay algún tipo de fuerzas económicas en juego que lleven a la concentración del mercado, informatizado o no, en uno o dos centros financieros europeos?

En nuestra opinión, las tendencias que se observan hacia la informatización y concentración del mercado se acelerarán en el futuro. Lo más probable es que Londres se erija como centro de las actividades del mercado de capitales para las principales empresas europeas. Las fuerzas que mueven este proceso serán las mismas que llevarán a la centralización en Nueva York y Chicago, a saber:

(i) Las economías de escala que resultan de compartir las importantes inversiones de capital en comunicaciones y procesamiento de datos ya instalados en estos centros.

(ii) Las barreras de entrada que imponen esas grandes inversiones a otras Bolsas.

(iii) La tendencia hacia la concentración del capital humano financiero, un proceso que claramente ha tenido lugar a niveles de mercado local: por ejemplo, en España las actividades del mercado bursátil están fuertemente concentradas en Madrid, donde ya está ubicado la mayoría del capital humano financiero.

(iv) La propia naturaleza de los mercados de capitales, en las que la liquidez se basa en la concentración de transacciones, lo que lleva de forma natural a un mercado centralizado.

Sin embargo, el ejemplo americano muestra que la concentración no tiene por qué tener lugar en un único lugar, sino que pueden coexistir distintos centros financieros especializados en productos financieros diferentes. De todas formas, siendo realistas, es bastante poco probable que España pueda captar una parte significativa del negocio de los mercados de capitales europeos. Sin embargo, sí es posible que París o Frankfurt puedan llegar a ser centros financieros de segunda magnitud, pudiendo obtener una cierta preeminencia en algunos productos financieros.

VIII. CONCLUSIONES

En este artículo se ha mostrado una panorámica general del estado actual del sistema financiero español, junto con un tratamiento más profundo de algunos temas específicos que se consideraron más cruciales para la evaluación de los posibles efectos de la liberalización financiera de 1992. El objetivo final de nuestro estudio era delimitar las áreas del sistema financiero que potencialmente se verán más afectadas por el 'shock' de 1992. A continuación expondremos algunas de las conclusiones a las que hemos llegado.

En el tema de la eficiencia del sistema bancario español, creemos que la estructura de costes actual no se adecua a las necesidades futuras de prestación de servicios bancarios. Como vimos, este hecho puede ser interpretado bien como evidencia de baja calidad de gestión en algunas entidades, o bien como resultado de la lentitud en la adaptación a cambios profundos en el entorno por las rigideces propias de la economía española. Si aceptamos la primera explicación, la solución de los problemas de eficiencia debe pasar por el refuerzo de los mecanismos capitalistas para la toma de control hostil, mediante OPA o recomposición de las alianzas accionariales ("proxy fights"). En definitiva, si determinadas redes o activos bancarios tienen un potencial de beneficios no realizado debido a una gestión deficiente, se debe facilitar la toma de control de aquellos que quieran arriesgar su dinero en aflorar ese potencial. Esto es aplicable tanto a los

sería el sostenimiento prolongado de la situación de ineficiencia mediante el recurso al afloramiento de las plusvalías implícitas en el balance, hasta abocar a una crisis final que requiera, en el caso extremo, de intervención pública.

En el tema de la rentabilidad futura de las entidades bancarias, por tanto, creemos que va a producirse una mayor disparidad entre los distintos bancos que la que existe en la actualidad, a la vez que se producirá una caída de la rentabilidad media como consecuencia de la intensificación de la competencia. Esta intensificación, como nos demuestra la experiencia reciente, va a tener un origen predominantemente interior: va a derivarse de la ruptura del cartel bancario que había venido subsistiendo sin que las autoridades reguladoras nacionales hubieran decidido un asalto final contra él. El efecto de la posibilidad de entrada de los bancos extranjeros va a ser comparativamente menor, manifestándose fundamentalmente en segmentos de mercado específicos, como la banca al por mayor o las actividades de banca de inversión.

En el tema de las fusiones, habría que reiterar lo dicho en otras fuentes (como los distintos informes del profesor Revell): no está tan clara su necesidad desde un punto de vista de estrategia o de eficiencia y, sin embargo, añadiríamos que tienen claros efectos negativos sobre la competencia naciente en el mercado interior. En particular, como apunta Vives (1990), una posible salida a la feroz competencia actual sería la tendencia a la fusión o adquisición del rival o,

intentos de control por parte de nacionales como de extranjeros.

Bajo la segunda explicación, una consideración importante es el efecto que pueden tener en la competitividad de los bancos existentes los costes de ajuste necesarios para llegar a una estructura productiva más eficiente. Las rigideces existentes para la reconversión (por ejemplo, en cuanto a ajustes laborales) suponen una importante desventaja relativa de estas entidades frente a los nuevos entrantes, ya que éstos pueden diseñar su estructura ex novo. No creemos que este efecto anule, en general, las ventajas de partida de las entidades ya instaladas, aunque sí puede ser importante en determinados nichos de mercado en los que los costes o barreras de entrada sean menores.

En cualquier caso, la banca española es un sector que deberá realizar una profunda reconversión, como han tenido que hacerlo otros sectores de nuestra economía. En particular, las nuevas condiciones de competencia vía precios pondrán de manifiesto más crudamente la inadecuada estructura de costes de algunos bancos, basada todavía en las condiciones tradicionales de competencia en variables como proximidad, servicios, etc. La consecuencia será una rápida erosión de sus cuentas de resultados, que deberá llevar a aplicar el bisturí de la reconversión. Sería muy deseable que en estas entidades se produjera un reconocimiento rápido de esta necesidad de reconversión, a la vez que una reacción temprana. En su lugar, otro escenario posible

alternativamente, al establecimiento de participaciones cruzadas.

El repaso de los efectos de la integración sobre la banca ha finalizado con la evaluación de los costes que va a tener para la banca y el fisco la reforma de los coeficientes obligatorios. Hemos examinado como la suscripción coactiva de certificados del Banco de España (CBE), a tipos muy por debajo del mercado, ha supuesto a bancos y cajas de ahorro unas pérdidas diferenciales (frente al caso de libertad de inversión) superiores al billón de pesetas (en valor presente antes de impuestos), reduciéndose los beneficios anuales del sector en más de 150 mil millones de pesetas entre 1991 y 1995 (suponiendo que las pérdidas no se afloren inmediatamente). Este efecto diferencial es igual a la incidencia neta de la reforma (efecto de reducir el coeficiente y suscribir los CBE) si el sector bancario es un sector perfectamente competitivo. Cuanto más lejos se encuentre del paradigma de competencia perfecta, menor será la incidencia neta negativa, pudiendo llegar a ser positivo si la banca se comporta de forma parecida a un monopolio puro. De todas formas, hemos argumentado que los poderes públicos, en tanto garantes de la competencia en los mercados, no se pueden o deben escudar en la existencia de prácticas monopolísticas a la hora de repartir la carga fiscal.

La reforma, en cualquier caso, va a tener un efecto muy negativo sobre las finanzas públicas. Bajo supuestos conservadores, estimamos que la presión

fiscal deberá aumentar de forma permanente en 0,64% del PIB para compensar la menor recaudación por estos verdaderos impuestos sobre la intermediación bancaria que son los coeficientes. No se incluye en esa cifra el aumento del 0,09% en la presión fiscal que supuso el impuesto "lump-sum" sobre la banca recaudado mediante la suscripción obligatoria de los CBE.

Bajo supuestos realistas, nuestra estimación del coste presupuestario de la reforma se sitúa alrededor del 1% del PIB. Este coste será especialmente difícil de cubrir en la situación actual por la menor autonomía fiscal de las autoridades nacionales en cuanto a los impuestos indirectos (armonización de tipos en el ámbito comunitario) y por la reforma del IRPF en un sentido que tiende a una menor capacidad recaudatoria.

Los mercados monetarios y de capitales han sufrido en los años 80 importantes reformas, que trataban perimero, de cubrir objetivos públicos inmediatos (como la financiación del déficit público) y, posteriormente, de hacerlos viables en el horizonte de integración europea. El grado de desarrollo alcanzado por estos mercados es muy variable, coexistiendo mercados muy eficientes y sofisticados como el interbancario, con mercados muy poco desarrollados como el de renta fija privada o el hipotecario.

El futuro de los mercados monetarios y de capitales españoles es muy incierto, ya que hay factores que apuntan en distintas direcciones y es

difícil evaluar cuál predominará. En un horizonte de rango plazo, los tres factores que afectarán más fundamentalmente al desarrollo de estos mercados serán:

a). Unión monetaria europea: El proceso que llevará desde la reducción de las fluctuaciones entre las monedas europeas a una moneda única implicará paralelamente la gradual unificación de los mercados monetarios y de capitales nacionales actualmente segmentados principalmente por razón de la diversidad de monedas y regulaciones financieras. Evidentemente, no cabe la posibilidad en este entorno de pensar en la supervivencia de un mercado interbancario español independiente o de un mercado de papel comercial (pagarés de empresa) o de renta fija genuinamente nacional al que se dirijan con preferencia, como en la actualidad, las grandes emisoras españolas. La unificación de los mercados financieros afectará, con seguridad, a todos los mercados mayoristas (interbancario, deuda pública estatal, opciones y futuros) o a aquellos en los que participan las grandes empresas (acciones, renta fija y pagarés de los "blue chips" de cada país).

b). Economías de aglomeración en los mercados financieros: La tendencia a la concentración de la creación de valor añadido financiero en unos pocos centros a nivel mundial (Nueva York, Londres, Tokyo) es, probablemente, consecuencia de la existencia de economías de aglomeración en la actividad financiera. Estos se pueden deber a muy diversos factores como la mejor difusión (formal e informal) de información, la

mayor facilidad para reclutar capital humano especializado, los menores costes fijos de infraestructura, etc. (véase Hawanini, 1990).

c). Posibilidades informáticas de deslocalización: Frente al factor anterior, la evolución tecnológica parece hacer cada vez más fácil la deslocalización geográfica de la actividad financiera. Hoy día con un fax, un ordenador y una línea telefónica se podían realizar gran parte de las actividades que se realizan en estos mercados desde cualquier lugar, por remoto que fuera.

Por ello, cabría pensar en la posible existencia de mercados unificados en el ámbito europeo, pero cuyos participantes estén geográficamente dispersos.

En nuestra opinión, creemos que en el reparto futuro de creación de valor añadido por actividades financieras no bancarias predominarán las fuerzas que tienden a la concentración geográfica sobre las que favorecen la dispersión. Así veremos que actividades como la banca de inversión ("corporate finance" y fusiones y adquisiciones, aseguramientos de emisiones, etc), gestión de fondos de inversión o patrimonios, análisis, "Trading", etc. tenderán a concentrarse en un centro financiero europeo que, probablemente, sea Londres. Quizás puedan sobrevivir centros financieros de segundo orden, en ciudades como París o Frankfurt, especializadas en algunos segmentos secundarios de mercado (futuros, opciones, etc) o en dar servicio

directo a las grandes empresas que mantendrán sus redes sociales en dichas ciudades.

No somos optimistas respecto al futuro de la actividad financiera en España. Es muy poco probable que consigamos triunfar, a nivel europeo, en algún segmento especializado del mercado. Esta afirmación estaría justificada por el bajo desarrollo de partida de nuestros mercados, la casi nula presencia actual de empresas financieras españolas en los mercados internacionales y, de forma muy importante, por la falta de grandes empresas españolas y la fuerte penetración del capital extranjero en la mayoría de los sectores industriales. La creación de valor añadido financiero se concentrará en el segmento minorista, dando servicio a los individuos residentes en España y a las pequeñas y medianas empresas, cuyo tamaño haga que no sea efectivo en términos de costes su presencia en el mercado europeo unificado.

IX. REFERENCIAS

Ballarín, E., J. Gual, y J. Ricart (1988): "Rentabilidad y competitividad en el sector bancario español. Un estudio sobre la distribución de servicios financieros en España.", Documento de Trabajo 25/1988, FIES.

Bengoechea, J., (1990): "Desafíos y respuestas de la banca española", Papeles de Economía Española, 44.

Berger, A. N., G. A. Hanweck, y D. Humphrey (1982): "Scale economies in banking: a restructuring a reassessment.", Journal of Money, Credit and Banking, N° 14.

Boletín Económico (1988): "Análisis comparativo de la rentabilidad del sistema bancario español.", Boletín Económico, Banco de España, Marzo.

Boletín Económico (1989): "Rentabilidad y financiación de las empresas que facilitan información a la Central de Balances.", Boletín Económico, Banco de España, Febrero.

Boissieu, C. (1989): "The French banking sector in the light of European financial integration.", presentado en la conferencia del INSEAD, febrero 1989.

Bliss, C. y J. Braga de Mercado (1990): "Unity with Diversity in the European Economy: the Community's southern frontier" CEPR - Cambridge University Press.

Bruni, F. (1989): "Banking and Financial Regulation towards 1992: the Italian Case.", presentado en la conferencia del INSEAD, febrero de 1989.

Bergés, A. (1987): "Mercados de capitales. Nuevas formas de financiación empresarial.", Información Comercial Española, Marzo.

Bergés, A. (1988): "La financiación de las empresas en los mercados de valores.", Informes y Estudios de CEOE, N° 51/3.

Caminal, R., J. Gual y X. Vives (1989): "Competition in Spanish Banking", FEDEA, Documento 89-03, Mayo.

Caves y Porter (1978) (ver Fanjul y Maravall).

Cowling, K. y M. Waterson (1976): " Price-Cost Margins and Market Structure.", Económica.

Cuervo, A., J. A. Parejo, y L. Rodríguez (1987): "Manual de sistema financiero: Instituciones, mercados y medios en España.", Ariel.

Cuervo-Arango, C. (1988): "Financial liberalization: the Spanish perspective.", European Economy, N° 36.

De la Dehesa, G. (1988): "Proyecto de ley de Reforma del Mercado de Valores.", Papeles de Economía Española, N° 36.

Delgado, F-L. (1988): "Economías de escala en el sistema bancario español", mimeo.

Dietsch, M. (1988): "Economies d'échelle, économies d'envergure et structure des coûts dans les banques de dépôts françaises", sin publicar.

Drazen, A. (1988): "Monetary policy, capital controls, and seigniorage in an open economy", mimeo.

Espitia, M; Y. Polo y V. Salas (1990): "Estructura de los mercados geográficos, comportamiento y resultados de las cajas de ahorros en España", Universidad de Zaragoza, texto multicopiado, septiembre 1990.

Fanjul, O., y F. Maravall (1985): "La eficiencia del sistema bancario español.", Alianza Universidad.

Fischer, S. (1982): "Seigniorage and the case for a national money.", Journal of Political Economy 90, nº 2: 295-313.

García Hermoso, J.M. y S. Ubiria (1990), "Reforma y transformación del mercado de valores". Papeles de Economía Española, 44.

Gil, G. (1986): "Sistema Financiero Español.", Estudios Económicos, nº 29, Banco de España.

Gilligan, T., M. Smirlock, y W. Marshall (1984): "Scale and scope economies in the multiproduct banking firm.", Journal of Monetary Economics, nº 13.

Gual, J. y A. Hernández (1990): "Costes operativos, tamaño y especialización en las Cajas de Ahorro españolas", IESE Research Paper, 197.

Gual, J. y J.E. Ricart (1990): "Poder de mercado en la captación de depósitos a plazo en el sector bancario español", en Vives, X. y J. Gual (eds.), Concentración empresarial y competitividad: España ante la CE, Ariel, Barcelona.

Gual, J. y X. Vives (1991): "Desregulación y competencia en el sector bancario español", FEDEA.

Gutiérrez, F. y J.A. Campoy (1988): "Eficiencia y competencia en el sistema bancario español.", Boletín Económico, Banco de España, Noviembre.

Gutiérrez, F. y R. Segura (1989): "Los mercados secundarios de acciones: situación y perspectivas.", Boletín Económico, Banco de España, Marzo.

Hannah, L. y J. Kay (1977): "Concentration in Modern Industry". Londres.

Hawanini, G. y B. Jacquillat (1989): "European capital Markets: the road to 1992 and beyond", presentado en conferencia INSEAD, febrero 1989.

Lafuente, A. y V. Salas (1984): "Concentración y resultados de las empresas en la economía española", en F. Maravall y R. Pérez Simarro (eds.), Estudios de economía industrial española. Estructura y resultados de las grandes empresas industriales. Ministerio de Industria y Energía, 1984.

Lewis, M. y K. Davis (1987), "Domestic and International Banking", Philip Allan, Oxford.

Mañas, L. (1989): "The impact of 1992 financial liberalization on the Spanish financial industry". Presentado dentro de la contribución española al proyecto CEPR-Comisión sobre "North-South Intergration in an Enlarged Community".

Mañas, L. (1990a): "El sector bancario ante el mercado único: reflexiones críticas" Papeles de Economía Española, 44.

Mañas, L. (1990b): "Mercado único y límites a la capacidad reguladora nacional". Monedas y Crédito, 2ª época, 190.

Martín, C. (1989): "Spain's foreign trade and industrial structure: the effects of EEC membership and the Single European Market of 1992", mimeo, Enero.

Mayer, C. (1988): "The assessment: Financial systems and corporate investment", Oxford Review of Economy Policy, vol.3.4.

Micossi, S. (1988): "The single European Market: Finance", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 165.

Ministerio de Economía y Hacienda (1988): Escenario macroeconómico y presupuestario 1989-1992.

Molho, L. (1989): "European Financial Integration and Revenue from Seigniorage: the Case of Italy", IMF working paper, WP/89/41.

Molinas, C. (1990): "Los mercados de valores en España: una breve caracterización cuatitativa". Texto multicopiado.

Ortega, R. (1990): "La reforma del mercado de valores", Papeles de Economía Española, 44.

Raymond, J.L. y A. Repilado (1989): "Análisis de las economías de escala en el ~~sector~~ cajas de Ahorro". Documento de Trabajo 51/1989, FIES.

Repullo, R. (1989a): "Los efectos económicos de los coeficientes bancarios: un análisis teórico", Investigaciones Económicas, 13.

Repullo, R. (1989b): "El coste presupuestario de reducir los coeficientes bancarios" Hacienda Pública Española.

Repullo, R. (1990), "Comentarios", Moneda y Crédito, 190.

Revell, J. (1987): "Las fusiones y el papel de los grandes bancos", Papeles de Economía Española, nº 36.

Romer, D. (1985): "Financial intermediation, reserve requirements and inside money: a general equilibrium analysis", Journal of Monetary Economics, nº 16.

Schmalensee, R. (1989): "Inter-Industry Studies of Structure and Performance", en Schmalensee, R., y R. Willig (eds.), "Handbook of Industrial organization", North-Holland.

Shafer, S. and E. David (1986): "Economies of Superscale and Interstate Expansion", Federal Reserve of New York, R.P. Nº 8612.

Steinherr, A. and P.L. Gillibert (1988): "The impact of freeing trade in financial services and capital movements on the European banking system", mimeo, Agosto.

Stigler, G.J. (1964): "A theory of oligopoly", Journal of Political Economy 72.1, Febrero.

Termes, R. (1988): "Los resultados de la banca española en 1987", Papeles de Economía Española, nº 36.

Torrero, A. (1988): "El sistema bancario en los próximos años".

Trujillo, J.A., C. Cuervo-Arango, y F. Vargas (1988): El sistema financiero español, Ariel Economía.

Vargas, F. (1989), "El mercado común bancario: la armonización mínima necesario", Papeles de Economía Española-Suplementos sobre el Sistema Financiero, 28.

Vargas, F. (1990): "Comentario", Moneda y Crédito, 2ª época, 190.

Vives, X. (1988a): "Concentración bancaria y competitividad", Papeles de Economía Española, nº 36.

Vives, X. (1988b): "Economía industrial y teoría de juegos", Investigaciones Económicas, Suplemento.

Vives, X. (1990): "La nueva competencia", Papeles de Economía Española, 44.