



Metamorfosis del sistema financiero español

Descripción

El euro, la nueva moneda europea, es ya una realidad, casi palpable, a escasos meses del comienzo previsto: tenemos once países candidatos cumpliendo con holgura los estrictos criterios de convergencia exigidos, y se disipan las escasas incertidumbres que todavía quedaban por resolver (como la actitud del Tribunal Constitucional alemán o la posible incidencia de las próximas elecciones alemanas). España, por méritos propios, va a formar parte de ese grupo inicial de países que configurarán el área monetaria del euro. Aunque no es el momento ni el lugar para reflexionar sobre los factores que subyacen a este logro, no debemos eludir dos cuestiones clave. En primer lugar, que aunque ahora nos parezca natural que nuestro país forme parte de la Unión Monetaria desde su inicio, debemos tener en mente que en mayo de 1996 nadie (y me refiero no tanto a España como al resto de Europa) daba, en expresión castiza, «ni un duro» por la posibilidad de que fuéramos miembros fundadores de la Unión Monetaria. En segundo lugar, a aquéllos que utilizan la amplitud de países en condiciones de acceder al euro como un elemento de demérito relativo del logro alcanzado, es preciso recordarles que la apuesta decidida y sin titubeos del actual gobierno por estar en la primera velocidad europea obligó a algunos países a tomarse en serio los criterios de convergencia para no quedarse aislados. El logro español ha sido, más que nunca, un logro europeo.

El euro es ya, por tanto, una realidad tangible, y es imprescindible que pasemos de la macroeconomía de los criterios de convergencia a la microeconomía del impacto que el euro va a suponer para los sectores productivos. En ello nos va el éxito de la economía española y de las empresas españolas en la Unión Monetaria y, por tanto, nuestras posibilidades de crecimiento económico, de creación de empleo y de convergencia a los niveles de bienestar europeos.

De entre todos los sectores económicos, hay uno en el que las transformaciones asociadas al euro serán más profundas. Me refiero, claro está, al sector financiero español, ya que es el único sector en el que se produce un cambio en su producto, en su materia de intercambio: la peseta desaparece y se sustituye por el euro. En este breve artículo repasaré los principales retos a los que se enfrenta el sector financiero español, tanto en su vertiente de sistema crediticio (bancos y cajas de ahorro) como en la de mercados financieros organizados (la Bolsa, la Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España para la negociación de deuda pública, el mercado AIAF de negociación de renta fija

privada y los Mercados de Futuros y Derivados MEFF).

EFFECTOS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

El euro supondrá un nuevo contexto operativo para el sistema financiero español en dos aspectos claves. En primer lugar, el área del euro se caracteriza como un área de elevada estabilidad macroeconómica. En segundo lugar, la competencia en el sector financiero será mucho mayor, por la desaparición de la heterogeneidad que introducían la coexistencia de diversas divisas europeas.

Merced a elementos tales como los criterios de convergencia, la independencia del Banco Central Europeo o el Pacto de Estabilidad de las finanzas públicas que entrará en vigor el 1 de enero de 1999 (y que prevé, *grosso modo*, sanciones para aquellos países que tengan déficits superiores al 3% del PIB), la Unión Monetaria se está configurando como un área de estabilidad macroeconómica elevada. Estabilidad que, en términos cotidianos, se traduce en inflaciones moderadas (entre el 1% y el 2%), tipos de interés nominales y reales bajos, déficits públicos próximos a cero y deudas públicas con un peso sobre la economía cada vez menor. Este entorno, aun cuando ya es una realidad palpable para la economía española, no deja sin embargo de suponer un cambio radical respecto al contexto en el que ha venido operando la economía, cuyos profundos desequilibrios tenían su expresión en unos tipos de interés nominales y reales muy elevados, y desmesurados en comparación con los vigentes en otros países europeos.

Los efectos de unos tipos de interés nominales y reales muy elevados han sido especialmente notables en el ámbito financiero. Sin ánimo de ser exhaustivo, este contexto produjo:

—En el ámbito de los balances bancarios, y en comparación con lo que ocurría en otros países; una elevada remuneración del pasivo bancario (de los depósitos) y unos tipos de activo (de los préstamos) muy elevados. Esta estructura de ingresos y pagos del balance contrastaba con la existente en otros países europeos, caracterizada por una remuneración de los depósitos muy reducida (y cobros de comisiones generalizados) y por un coste de los créditos más ajustado.

—En el ámbito de los mercados financieros, esos tipos de interés reales y nominales tan elevados llevaron al subdesarrollo del mercado bursátil, ya que las acciones de las empresas no podían ofrecer rentabilidades reales tan elevadas y la renta fija privada, las obligaciones de las empresas, no podían competir con las condiciones que ofrecía la deuda pública. En este contexto, la deuda pública aparecía como la única alternativa viable de inversión. A su vez, esa hipotrofia del mercado bursátil llevaba a una gran dependencia de la empresa de la financiación bancaria.

Que el euro supondrá una mayor competencia en todos los sectores económicos es algo que no se

discute: la desaparición del tipo de cambio y de sus oscilaciones imprevistas facilita la penetración de los productos exportados, aumenta la comparabilidad entre productos similares producidos en distintos países y facilita la generación de sinergias que se deriven de estrategias y alianzas multinacionales.

De todos los sectores económicos, es el financiero el que más rápidamente va a notar esa creciente competencia. En primer lugar, porque la «materia prima» del sector financiero, el dinero, queda perfecta y automáticamente homogeneizada con la creación del euro, permitiendo una comparabilidad plena entre productos. En segundo lugar, porque la fungibilidad de dicha materia prima facilita sobremanera la exportación o, de manera más precisa, la oferta transfronteriza de productos: basta con una transferencia electrónica para situar ese producto ofertado en uno u otro país.

A su vez, es en el sector financiero donde más sinergias, más ganancias en eficiencia, se pueden lograr mediante estrategias multinacionales. Dentro de éstas caben la integración de mercados, las fusiones bancarias (amistosas o mediante OPAS hostiles) o los acuerdos de colaboración entre mercados o instituciones.

En cualquier caso, y como elemento atemperador de lo que supone esa mayor competitividad, hemos de recordar que no hablamos de un proceso abrupto, sino de que esa culminación en los niveles de competencia se ha visto precedida de un proceso gradual de creciente apertura del sector financiero español. De hecho, ya desde 1992 está en vigor el Mercado Único, que incluye a los servicios financieros (si bien la barrera de la distinta divisa de denominación va a subsistir hasta 1999).

EL SISTEMA CREDITICIO Y LA UEM

Que el inicio de la UEM va a suponer un antes y un después para nuestros bancos y cajas de ahorro es algo obvio para todo aquél que lea con atención las páginas de economía de cualquier periódico. En efecto, los bancos parecen sufrir de lo que podríamos denominar el «síndrome Deutsche Bank»¹: nuestros gigantes bancarios empequeñecen al lado de los bancos existentes en países como Alemania. Y el tamaño importa, tanto porque las posibilidades de mantenerse independientes quedan reforzadas si se tiene un tamaño suficiente como porque la competitividad en ciertos segmentos del mercado (en concreto, banca al por mayor, esto es, operaciones crediticias de elevado volumen, pero de escaso margen) aumenta con el tamaño de la institución.

En cuanto a las cajas de ahorro, están a salvo de posibles matrimonios forzados merced a su estatuto jurídico especial, pero se enfrentan al mismo problema de falta de tamaño para poder competir con los grandes colosos europeos. Además, la transición a unos tipos de interés reales y nominales reducidos

es más compleja en su caso, ya que obligará a un descenso de los tipos del activo que no se verá compensado por una menor retribución de los depósitos (pues ésta, en el caso de las cajas de ahorro, ya era muy reducida): los márgenes de intermediación se verán comprimidos y los controles de costes serán la clave para mantener la competitividad y la rentabilidad. A cambio, y como factor compensatorio, su especialización en la banca al por menor les protege de esa competencia exterior. Desarrollaré este argumento con posterioridad.

A estos elementos se une, en el caso español, la adaptación a un entorno de tipos de interés reales reducidos, a un contexto de estabilidad macroeconómica. Ello obliga a una recomposición de la estructura de remuneración de los balances bancarios, con descensos en los tipos pagados por los depósitos (y la generalización del cobro de comisiones) y con unos tipos para préstamos más ajustados. De hecho, este proceso ya está teniendo lugar, y a estas alturas está prácticamente finalizado (con remuneraciones de depósitos muy reducidas y con tipos hipotecarios muy cercanos ya a los niveles existentes en otros países como Alemania).

El nuevo entorno de tipos de interés reales reducidos supone el fin de la supremacía de la deuda pública y el resurgir de la bolsa como alternativa de financiación empresarial, especialmente mediante la emisión de acciones. Ese resurgimiento de la renta variable, del que ya somos testigos, viene además facilitado e impulsado por los cambios habidos en la canalización del ahorro familiar -esto es, por el desarrollo de los fondos de inversión en los últimos años- y por la moderación del déficit público, con la consiguiente menor presión competitiva de la deuda pública. Este desarrollo, de continuar en el futuro y de extenderse a la renta fija privada, llevaría a una disminución del balance del sistema crediticio, en la medida en que las empresas dependieran en menor medida de la financiación bancaria tradicional.

En definitiva, la banca y las cajas de ahorro van a experimentar un cambio en su entorno operativo. Sin embargo, es necesario ponderar adecuadamente las dimensiones de esa transformación.

En primer lugar, el indudable aumento de la competencia que traerá consigo el euro no será igual para todos los segmentos del mercado. En concreto, es en el sector de la banca al por mayor, de las operaciones de activo de elevado volumen -préstamos sindicados, líneas de crédito a grandes empresas, etc.-, donde la competencia a escala europea va a ser mayor -aunque se trata precisamente de operaciones con un menor margen de beneficio-. En la banca al por menor, la de las operaciones de crédito a particulares y PYMES, la de captación de depósitos de escaso volumen, las cosas van a ser muy distintas, y el incremento de competencia mucho más parsimonioso. En efecto, esa banca al por menor se basa en relaciones estables y de largo plazo entre la entidad y el cliente -de forma que la entidad puede evaluar el riesgo de sus clientes de manera eficiente y selectiva-, y requiere una red de oficinas de un tamaño mínimo para poder ser competitivo. En resumen, que la entrada de un banco extranjero en este segmento del mercado requiere o bien una inversión inicial elevada y un período de maduración de muchos años, o bien la adquisición (vía OPA hostil) de un

banco con implantación en ese mercado minorista.

Pero la adquisición de una entidad española tampoco será una tarea fácil, ya que las entidades españolas disponen de mecanismos defensivos importantes. En unos casos, se ha optado por introducir en los estatutos de la sociedad cláusulas anti-OPA que dificultan las tomas de control indeseadas y hostiles. En otros, se ha optado por aumentar el volumen de recursos propios, de forma que sea muy caro para otra entidad tomar el control.

Por último, otras entidades han elegido la vía de la rentabilidad como la medida de protección más efectiva: hacer de la revalorización de la acción el mecanismo de frenar tomas de razón hostiles (elevando su coste). Por último, hay otros elementos que atemperan el posible impacto del euro sobre nuestro sistema crediticio. En primer término, el fracaso reiterado de la banca extranjera en España en sus intentos de penetrar en el negocio bancario al por menor ha sido, desde la liberalización de su instalación, paradigmático: raro es el año en el que una entidad extranjera no anuncia su abandono del mercado español (planteado, por supuesto, como reorganización del enfoque del negocio en España). En segundo término, nuestros bancos y cajas de ahorro ya han superado, sin traumas especiales, el choque competitivo que se derivaba del Mercado Único de 1992. Éstos son elementos de esperanza, que reflejan la competitividad y eficacia de nuestros bancos y cajas de ahorro.

LOS MERCADOS FINANCIEROS Y EL EURO

Dentro del sistema financiero, los mercados son el tejido más delicado, el más frágil, ante los cambios bruscos del entorno y el tejido que más cuesta desarrollar. En definitiva, es muy fácil destruir un mercado financiero y muy difícil revivirlo. El principal motivo por el que los mercados tienen esa fragilidad es la existencia de economías a escala, las ventajas y sinergias que se derivan de la concentración de actividades en los centros financieros donde el volumen de negociación, el tamaño del mercado, es mayor. En otras palabras, en el ámbito de los mercados financieros existe una tendencia a la centralización de actividades en un solo polo. Veamos, por ejemplo, el caso de los Estados Unidos, donde la actividad financiera está básicamente concentrada en Nueva York (donde residen los mercados bursátil e interbancario) y en Chicago (donde están los mercados de futuros y de derivados financieros).

Esta tendencia centralizadora se ve lógicamente acrecentada en la medida en que desaparecen barreras nacionales al comercio de servicios, ya sean éstas explícitas o implícitas. Dentro de las barreras explícitas, están las de carácter regulatorio. La plasmación en la legislación nacional de la Directiva comunitaria de servicios de inversión (que supone el establecimiento de un pasaporte comunitario para las firmas de inversión) supondrá un avance muy importante en la desaparición de este tipo de barreras. En cuanto a las implícitas, la propia creación de la moneda única representa a

su vez la eliminación de la barrera implícita más importante a la libre prestación de servicios financieros. En suma, que en el próximo año van a desaparecer una serie de barreras que limitaban por el momento esa tendencia centralizadora de los mercados financieros.

Además de esta especial característica de los mercados financieros, éstos carecen de las posibilidades defensivas de las que disponen la banca y las cajas de ahorro. No hay manera de «blindar» un mercado, y las estrategias protectoras a ultranza solo pueden llevar a mercados ineficientes que, a la postre, terminan por desaparecer.

¿Quiere esto decir que no hay esperanza, y que los mercados españoles acabarán siendo absorbidos por Londres, París o Francoforte del Meno? En absoluto, ya que existen frenos a esa tendencia a la fuga. En primer lugar, hay también una fuerza descentralizadora generada por las ventajas de información que ofrece la cercanía a la empresa emisora de los valores. El conocimiento del entorno económico, legal y cultural en el que opera una determinada empresa es, sin duda, muy importante a la hora de evaluar una inversión en valores que ésta emita. Que ese conocimiento se puede tener desde Londres, es posible. Que es mucho más costoso obtenerlo en Londres que en Madrid es innegable. Que ese conocimiento remoto es muy burdo, es cierto en la mayoría de las ocasiones: todos nos hemos indignado en alguna ocasión por una barbaridad acerca de la economía española escrita por un ilustre intermediario financiero anglosajón de muy reconocido prestigio. En definitiva, que esa tendencia a la centralización se ve compensada, al menos parcialmente, por las ventajas de información que otorga la proximidad física. Por supuesto, no todos los mercados tienen la misma tendencia compensatoria. Por ejemplo, los mercados de renta variable, en los que el conocimiento de la situación individual de cada empresa es vital para poder evaluar sus expectativas de beneficios futuros, disfrutan en un mayor grado de esas ventajas de centralización.

Además de este elemento compensatorio de la tendencia a la descentralización, la existencia de una demanda, de un apetito de títulos que está en mayor o menor grado insatisfecho, es un elemento de potencialidad del mercado muy importante. La entrada masiva del pequeño ahorrador al mercado bursátil en los últimos tiempos es un claro ejemplo de las posibilidades futuras de desarrollo de los mercados españoles.

Otro elemento clave para frenar los riesgos de deslocalización de mercados es el mantenimiento de ventajas de costes. Si un mercado periférico fuese además un mercado ineficiente, las posibilidades de supervivencia quedarían claramente mermadas. En este aspecto, podemos respirar con tranquilidad: nuestros mercados (bursátiles, de deuda pública o de futuros y derivados) no solo están al nivel de los estándares europeos, sino que en muchos casos han sido pioneros en la adopción de técnicas de negociación avanzadas (como la eliminación de títulos físicos o la adopción de sistemas electrónicos de negociación). Solo es necesario que mantengan la presión competitiva que han venido demostrando en el pasado.

En resumen, aun cuando el panorama de los mercados financieros españoles es más incierto que el de bancos y cajas de ahorro, existen elementos para la esperanza, siempre y cuando se aprovechen las ventajas de localización, se logre desarrollar con plenitud toda la potencialidad latente en la demanda insatisfecha, y se mantenga la presión por el control de costes y la calidad del servicio que se ha visto en el pasado.

CONCLUSIONES

De la lectura de este breve repaso del impacto potencial del euro debería quedar un aroma que combine la preocupación, la incertidumbre y la esperanza. Preocupación por las presiones competitivas que el euro va a introducir, incertidumbre acerca del grado de éxito relativo que alcanzará nuestro sistema financiero y esperanza (que no tranquilidad ni relajación) en que nuestras instituciones financieras y nuestros mercados sabrán responder al reto que el euro y la integración europea les plantea.

¿Qué ocurrirá a medio y largo plazo? Probablemente, que nuestro sistema financiero perderá su carácter nacional y quedará disuelto en un magma europeo. Pero es que es precisamente esto lo que supone el proyecto de integración europea: que un español trabaje en Alemania para una empresa financiera británica. Este epitafio final es pues, excepcionalmente, un colofón de esperanza en el futuro.

Además, en último término, del mismo modo que nadie pensaba hace escasos años que España llegaría a ser uno de los miembros fundadores de la Unión Monetaria, ¿quién nos dice que no seremos ahora capaces de superar las dificultades iniciales que el euro plantea y lograr, de nuevo, un éxito imprevisto en el ámbito del sistema financiero? Los beneficios del euro son claros, la buena base de nuestra industria financiera está ahí, y ahora solo falta que nuestras empresas aspiren a lo más alto, con una ambición que a los ojos de Europa roce la osadía.

NOTAS

1 · En efecto, no deja de ser paradójica la imagen existente acerca de los países (como Alemania) que muestran una mayor disciplina macroeconómica, como países con dosis de masoquismo, en los que la población «sufre» para mantener esa disciplina. Nada más alejado de la realidad: esos países, sus ciudadanos y sus empresas, disfrutaban de unos tipos de interés reales muy reducidos. La estabilidad y la credibilidad, pues, rinden frutos. El Deutsche Bank es el mayor banco alemán, y el que tiene una vocación paneuropea más clara. Su enorme tamaño de balance, 71 billones de pesetas (alrededor de cuatro veces el tamaño del balance de los mayores bancos españoles), y esa vocación paneuropea hacen que sea temido como el Leviatán de las fusiones bancarias por OPA no amistosa.

Fecha de creación

29/05/1998

Autor

Jose María Roldán

Nuevarevista.net