

El sistema financiero español en la época democrática: sus ejes de desarrollo*

(Recibido: octubre/05–aprobado: noviembre/05)

*Venancio Salcines***

Resumen

La estructura actual del sistema financiero español se generó en los últimos treinta años. Era calificado, en aquellos tiempos, como uno de los más rígidos y reglamentados de toda la OCDE. La falta de sistemática y coherencia eran predominantes en las bolsas de valores. Las entidades financieras, esencialmente los bancos, operaban con márgenes regulados, rentabilidades elevadas y barreras a la entrada frente a competidores no deseados. A partir de esa situación inicial, el artículo va mostrando los ejes de desarrollo que han seguido, en su proceso de modernización, los mercados financieros y el sistema bancario.

Palabras clave: sistema financiero, transición democrática, transición económica, franquismo, mercados financieros.

Clasificación JEL: E44, G1.

* Se agradecen las sugerencias de los evaluadores. Igualmente las realizadas al documento original por Domingo García Coto (Bolsa de Madrid), Luis Fernando Utrera (BANESTO y SENAF) y de Antonio Grandío y Javier Prado (Universidad A Coruña), así como las sugerencias de don Blas Calzada (Ex Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

** Director del Posgrado en Banca y Mercados Financieros de la Universidad A Coruña (jusc@udc.es).

Introducción

Indicaba Smith en su conocida obra *La Riqueza de las Naciones* que, no era la benevolencia del carnicero, del panadero o del cervecero lo que motivaba que llevarán sus productos al mercado. La necesidad de satisfacer su propio interés provocaba que estos pequeños agentes locales acudieran a las ferias de Escocia. Con igual óptica debe estudiarse la evolución del sistema financiero español. Los agentes del sistema, es decir el Estado, los intermediarios financieros, las empresas y las familias fueron movidos bajo su propio interés, los verdaderos motores del cambio en España.

En economía es difícil fechar el inicio de un cambio, al menos cuando es estructural. No obstante, la muerte del general Franco es una excelente fecha de referencia, y por tanto útil para señalar un inicio de partida, o como dirían otros, el arranque del cambio. Existen voces defensoras de la tesis de que, una parte reducida pero significativa, de los procesos transformadores del sistema financiero ya estaban en marcha en vida de Franco. Entonces, ¿por qué es relevante usar como referencia la fecha de su muerte? Por una razón muy sencilla, la entrada de la democracia clarificó y fortaleció el papel de todos los agentes económicos, empezando por el Estado y terminando por la banca.

Una revisión de la literatura nos conduce a un amplio número de trabajos especializados en alguna de las áreas específicas del sistema financiero. El proceso liberalizador del sistema bancario, es decir, la dinámica desreguladora de finales de los años ochenta y comienzos de los noventa, es estudiada por Mañas (1990); Gual (1993); Gual y Vives (1992); Freixas (1996); y Liso *et al.* (1996). Los elementos claves de la política monetaria se pueden analizar a través de Malo de Molina (2003). El desarrollo tanto legislativo como económico de los mercados financieros es abordado por Salcines y Galindo (2003). Los procesos actuales de concentración de la banca española se pueden seguir a través de las aportaciones de Maudos (2001); Fernández de Guevara *et al.* (2002); Salas y Oroz (2003) y los elementos que han determinado el liderazgo de las cajas de ahorro en los mercados de crédito y de depósitos, a través de García Roa (1994); Cals (2001); Ontiveros y Valero (2003).

1. La situación de partida

Generalmente, la ausencia de libertad política va vinculada a la existencia de instrumentos de control y excesos de regulación económica. El gobierno dictatorial del general Franco no fue una excepción a esta generalidad. En su afán de dominar

la vida económica y social, el régimen franquista articuló una amplia red o maraña de instrumentos burocráticos. En consecuencia, España se encontraba en los setenta y comienzos de los ochenta, dirigida por el intervencionismo y la rigidez reglamentista. En ese momento de la historia española, el único mercado financiero existente era el de renta variable. Sin embargo, su escasa profundidad le hacía ser ineficiente para el ejercicio de su principal función, ser fuente de financiación empresarial.

En el plano macroeconómico, la situación española tampoco era envidiable, se encontraba inmersa en profundos desequilibrios macroeconómicos, los aumentos de precios estaban en sus máximos históricos, la actividad económica se hallaba estancada, el desempleo crecía de modo interrumpido, la cotización de la moneda nacional era rehén del déficit de la balanza de pagos y los mercados financieros eran raquíticos. Por tanto, el joven sistema de libertades español enfrentaba una situación delicada en lo económico. Las fuerzas políticas reaccionarias, herederas del franquismo, intentaban caracterizar como propio de las democracias las situaciones de debilidad económica. Urgía, por tanto, estabilizar los principales indicadores macroeconómicos, de modo que la sociedad, en su generalidad, observará las bondades de la nueva situación política.

El sistema financiero español se convirtió, para la transición democrática, en un elemento crucial. Una evolución apropiada del sistema permitiría reducir los costes financieros de las empresas, de las familias y del Estado y en consecuencia, todos los agentes económicos saldrían favorecidos. Pero, como nos recuerda Cals (2001), el sistema financiero español era calificado por la OCDE (1971), como uno de los más rígidos y reglamentados de toda la organización.

El exceso de reglamentación era observado de modo desigual por el sistema. El mercado bursátil lo aborrecía, pero la banca se encontraba cómoda en su carácter oligopolista. De hecho, la fragilidad económica de las familias españolas a la muerte del general Franco no impedía la existencia de rentabilidades elevadas en el sistema bancario. Como indican Ontiveros y Valero (2003), durante esa etapa la banca fue capaz de mantener sus niveles de rentabilidad, en términos del margen financiero, sin especial problema.

Es francamente difícil afirmar quién fue el principal protagonista del cambio, no obstante, son muchas las opiniones que señalan hacia el Banco de España y su política monetaria. Las voces que realzan la figura de la principal autoridad monetaria no suelen olvidar que España vivía azotada por las tensiones inflacionistas. Los mecanismos de control monetario, durante la transición política, se caracterizaron, como nos recuerda Malo de Molina (2003), por su precariedad.

El control de la política monetaria es condición necesaria pero no suficiente, en toda política económica que busque niveles bajos de inflación y de tipos de interés. La Gráfica 1 permite observar cómo España controló con más facilidad, al inicio de la transición, la inflación que los tipos de interés. En enero de 1980 la tasa anual de inflación española tenía el mismo nivel que el tipo de interés en el mercado interbancario de Madrid a un año (MIBOR1A) 16.8% (véase Gráfica 1). A partir de este momento, el crecimiento de los precios en España empieza a moderarse, siendo la inflación interanual de 11.0% en agosto de 1983. En ese mismo mes, el MIBOR1A es de 20.2%, superando al observado al comienzo de la década y prácticamente duplicando la tasa de inflación. España, por tanto, a mediados de la década de los ochenta, observa que todos sus esfuerzos en política monetaria no suponen apenas beneficios para los hogares y los empresarios. Los costes financieros no caen al ritmo lógico y esperable. El sistema bancario sigue hermético a comienzos de los ochenta y se siente todopoderoso y fáctico ante una situación política delicada. No se debe olvidar que, en 1981 se produce un intento de golpe de estado, y en 1985 se aborta en la ciudad de La Coruña un intento golpista.

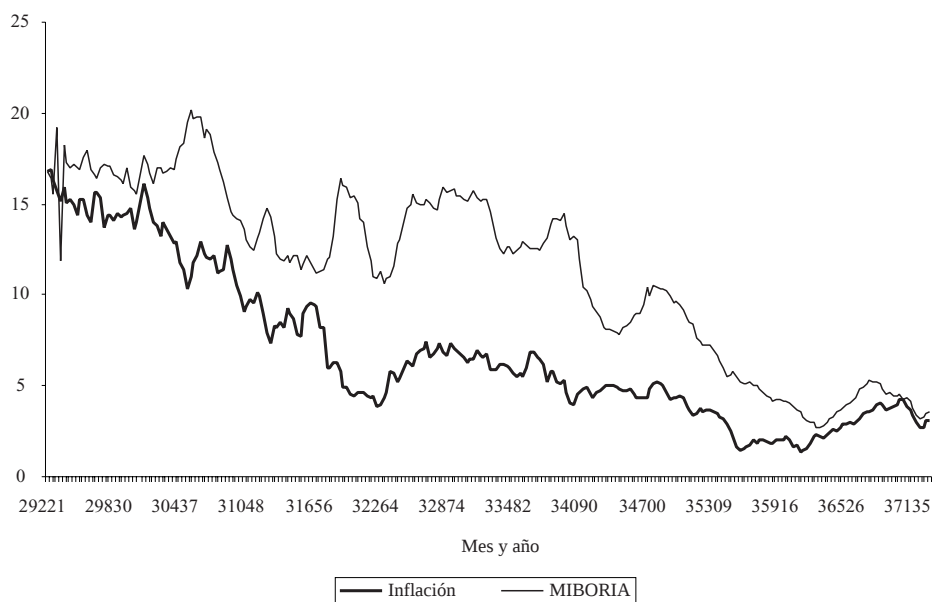
Los precios se moderan, fruto de un proceso de construcción de una política monetaria activa, la cual tendría entre sus ejes: 1) la consolidación del Banco de España como autoridad monetaria; 2) el diseño de estrategias de control de la liquidez; 3) el desarrollo de todos los mercados financieros, en especial los monetarios y de deuda pública; 4) la fijación de paridades dentro del euro; y 5) la liberalización del negocio bancario.

Es vital para España que las fuentes de financiación sean eficientes, y para ello, es necesario crear mercados como el de deuda o el de derivados, reformar los existentes y liberalizar el sistema bancario. Un sistema financiero eficiente traslada de modo veloz a las familias y a las empresas los éxitos de las políticas monetarias y fiscales, y esto es positivo económicamente para la sociedad, porque permite mejoras en la renta disponible familiar y enmudece las voces de los enemigos de la democracia.

El proceso de liberalización del sistema bancario se inicia técnicamente en vida del general Franco, a principios de los setenta, en la reforma de 1974. El gobierno de Adolfo Suárez intenta, en el Plan de Urgencia de 1977, impulsar la liberalización bancaria y para ello genera medidas, como la liberalización de los tipos de interés de activo y pasivo a más de un año; la reducción de los coeficientes obligatorios de inversión; y la autorización a las cajas de ahorro para descontar efectos y realizar operaciones de comercio exterior. Adolfo Suárez intenta actuar sobre los ejes de la reforma del 74. Pero, las leyes de los hombres no suelen ser suficientes para vencer determinadas situaciones de poder. El sector estaba domi-

nado por un reducido grupo de banqueros que era perfectamente consciente de las ventajas que suponía para ellos distribuir y autorregular lo que consideraban su mercado.

Gráfica 1
Inflación y mercado interbancario a un año en España,
1980-2002



Fuente: Bolsa de Madrid, Banco de España.

Las medidas del Plan Económico de urgencia del 77 no fueron suficientes (Grandio, 1998). Por ello, pocos meses más tarde se apuntala el proceso reformista introduciendo determinadas medidas en el seno de un gran pacto social, conocido entre la opinión pública española como “los Pactos de La Moncloa” en octubre de 1977. Algunas de las medidas introducidas hicieron hincapié en: 1) la regulación de los órganos rectores del Banco de España y del Crédito Oficial; 2) la revisión de las normas sobre incompatibilidades bancarias; 3) la canalización de las inversiones de las cajas de ahorro y de los fondos de las cajas rurales y coopera-

tivas de crédito hacia la financiación de inversiones sociales; y 4) la financiación del crédito oficial.

Los parámetros de bienestar del Estado español, a la firma de los Pactos de La Moncloa, estaban muy lejanos de la media europea. Era evidente, en especial para la clase política más proclive a las políticas keynesianas, que el Estado debía volcarse en un gran esfuerzo inversor, pero no se puede invertir lo que no hay.

Los procesos de desregulación, que se estaban produciendo en el sistema financiero internacional, facilitaron el acceso al ahorro externo. Sin embargo, esta fuente externa de financiación, se volvió cara. España, para captar los flujos monetarios externos tenía que asumir un diferencial o *spread*, que compensará el riesgo país relativamente elevado.

La administración pública comienza a sentir como una necesidad apremiante el disponer de un mercado eficiente de deuda pública. Por ello, en los Pactos de la Moncloa se adoptan los compromisos de potenciar las emisiones de renta fija a precios de mercado, de crear un verdadero mercado hipotecario, liberalizar las funciones de los agentes mediadores, y revisar la legislación sobre inversión colectiva.

A pesar de las medidas legales adoptadas a finales de los setenta, los mercados de valores lastrados por una estructura ineficiente, fueron incapaces de financiar los primeros andares de la transición democrática española. Tal y como indican Ontiveros y Valero (2003) y CNMV (1999), fue la banca española la que asumió el papel de protagonista financiero al menos hasta pasada la segunda mitad de los ochenta, momento en que es transferido a los mercados de valores. El sistema crediticio español liderado por un reducido grupo de bancos, disfrutó durante los inicios de la transición democrática de una posición monopolista en la intermediación financiera. Solamente la progresiva apertura económica y financiera de la economía española y el desarrollo de los mercados de valores consiguió romper su posición.

Con respecto a los mercados organizados de valores, es válido indicar que al comienzo de la transición política española, los únicos mercados vigentes eran las Bolsas de comercio, en particular las radicadas en Madrid, Barcelona y Bilbao, en la década de los ochenta, se uniría la Bolsa de Valencia. La inexistencia de otros mercados lleva a comprender que el principal documento regulador de esa época fuese el “Reglamento de las Bolsas”, texto que por otra parte, se manifestó como insuficiente a causa de su falta de sistemática y coherencia (Salcines y Galindo, 2003). A juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (1999) el mercado bursátil de la época mostraba, los siguientes puntos débiles: 1) insatisfactoria operativa bursátil; 2) lentitud en la compensación y liquidación; 3) excesiva

compartimentación de los mercados secundarios oficiales, los inversores extranjeros se mostraban especialmente críticos en este punto; y 4) escasa transparencia del mercado e insuficiente rigor en la supervisión. El reconocimiento de estas insuficiencias hizo necesaria la constitución oficial de la Comisión Sardá, que entre sus conclusiones, destacó la necesidad de reducir la estrechez del mercado de renta variable y generar un mercado real de renta fija.

2. Los pivotes del cambio: la desregulación, el mercado de deuda pública y la reestructuración del ahorro

Las ideas de desregulación, apertura y modernización llegaron a los mercados bursátiles a través de las conclusiones de la Comisión Sardá, pero no se quedaron ahí, se extendieron por todo el sistema financiero español. Los intermediarios financieros eran conscientes de la necesidad de generar mercados atractivos, habían observado el desarrollo de los mercados europeos y sus líneas de evolución, por tanto, el camino a recorrer era largo pero sencillo. No era necesario generar una complicada hoja de ruta, se llegaba con emular al resto de Europa.

El primero de los mercados que sufriría una modificación sustancial fue el de deuda pública, a juicio de Salcines y Galindo (2003), fueron dos los factores que provocaron su segregación del mercado bursátil en 1987, el primero fue el paulatino abandono de la política de monetización de los déficits públicos y las importantes necesidades de financiación de las administraciones públicas (véase Cuadro 1), que al incrementar las emisiones de deuda pública perfilaron un mercado secundario eficiente y profundo. El segundo, está relacionado con dos características propias del mercado de deuda; la primera, es la regla prácticamente general, de que las operaciones se acordasen directamente entre los ordenantes finales, principalmente entidades financieras; y la segunda, vendría dada por la intensa labor de contrapartida realizada por el Banco de España.

La necesidad de financiación de la economía española provocó que, las emisiones de deuda pública se realizaran con un *spread* o diferencial de tipos de interés claramente superiores a la media europea y a la de los productos tradicionales ofertados por la banca comercial. A comienzo de la década de los ochenta, el ahorro visible de las familias (5,085 millones de euros en 1982) se muestra insuficiente para alimentar las necesidades de financiación de las administraciones públicas (6,610 millones de euros en 1982) y de las empresas no financieras (859 millones de euros en 1982). Ante este escenario, que se venía arrastrando desde años anteriores, se optó por incrementar el diferencial de tipos y reforzar con medidas fiscales el atractivo de algunos productos de deuda pública española. Muestra

Cuadro 1
Necesidades de financiación de la economía española durante el proceso de
consolidación del mercado de deuda pública, 1980-1987
millones de euros

<i>Años</i>	<i>1980</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>
Cap. (+) Nec.(-) Financ.	-366	-460	-490	-340	350	392	559	80
Administraciones Publicas	-399	-665	-1.100	-1.067	-1.378	-1.957	-1.930	-1.130
Años	88	89	90	91	92	93	94	95
Cap. (+) Nec.(-) Financ.	-362	-1.320	-1.714	1.656	-1.773	-225	-431	993
Administraciones Publicas	-1.306	-1.259	-2.055	-2.686	-2.437	-4.540	-4.478	-4.293

Fuente: Banco de España.

de ello son las emisiones en 1982, de pagarés del tesoro, producto de carácter anónimo, con remuneración inferior a la de mercado y que no incluía retenciones fiscales, lo que permitió utilizar el ahorro no visible de los españoles para poder satisfacer las necesidades de financiación de la economía española. El protagonismo del mercado primario de deuda pública recayó sobre el tesoro público. El segmento de terceros conectó al mercado primario, en el que participan los miembros del mercado, con los grandes tenedores de deuda pública.

Las continuas depreciaciones de la peseta, la situación de recesión económica y la importante reducción del déficit público con su consiguiente liberación de ahorro público corriente, provocó una reducción de tasas de interés en toda Europa. El diferencial de los productos de deuda pública sobre otros activos financieros de nivel de riesgo comparable aumentó, generando un incremento en la demanda de deuda pública española. La discriminación fiscal positiva y las sucesivas bajas de las tasas, que provocaron un aumento de los precios de la deuda pública emitida a tasas superiores, potenciaron este mercado. Las reducciones de las tasas produjeron un incremento de la rentabilidad de los fondos de inversión sustentados sobre títulos de deuda anterior a la bajada.

Sobre los incentivos fiscales, hay que recordar lo que indican Ontiveros y Valero (2003), cuando mencionan que la deuda pública recibió un gran impulso tras la decisión adoptada en 1990, de eximirla de tributación cuando el inversor no fuese residente en España, ello hizo a estos valores especialmente atractivos, sobre todo porque ofrecían tasas de interés elevadas, cuando lo previsible era que los mismos descendieran en el proceso de convergencia europea.

La decisión gubernamental de incentivar fiscalmente los fondos de inversión mobiliaria acrecentó la fuga de pasivo bancario y provocó una reestructura-

ción del ahorro español. Las entidades de depósito cambiaron sus estrategias, tal y como lo indicó en su momento Valle (1984), frente a la aparición de activos financieros competitivos de los tradicionales pasivos bancarios, las entidades financieras podían optar por combatirlos. Sin embargo, esta opción no tendría ningún futuro porque equivalía a luchar contra molinos de viento, oponiéndose a lo que la experiencia demuestra que es la tendencia más generalizada en los sistemas financieros con mayor grado de desarrollo.

Una segunda opción, planteaba Valle (1984), más alineada con lo que parece ser un proceso irreversible, sería operar en los distintos mercados de activos financieros, logrando que la desintermediación procurase una rentabilidad de la estructura comercial, obteniéndose el rendimiento propio a la labor de colocación de tales activos. En el momento de creación del mercado de deuda pública en 1987, los fondos de inversión suponen, siguiendo a las cuentas financieras del Banco de España, apenas 1.3, en 1991 7.0 y en 1994 ascienden ya a 17.4% del PIB. Este proceso de cambio requirió la complicidad de las entidades comercializadoras de fondos, es decir de las entidades financieras. Entre todas ellas destacó el Banco Santander, a partir de 1991 esta entidad lidera, con 15.73% del patrimonio total de fondos de inversión en activos del mercado monetario, el mercado de fondos de inversión mobiliaria, CNMV (1991, 1992, 1993, 1994). En 1994 su liderazgo se acentúa, alcanza 19.8% del patrimonio total de fondos de inversión en activos del mercado monetario. En este mismo año se produce un aumento de tasas de interés en los EUA que quiebra la caída de los tipos en la Unión Europea, eliminando el efecto generado en la rentabilidad por el incremento de precios de los títulos de deuda. El desarrollo de la inversión colectiva en España y de los fondos de pensiones neutralizó las retiradas de capital extranjero provocadas por la reducción del diferencial de tasas de interés con mercados más sólidos, como Alemania.

El desarrollo del mercado de deuda provocó un incremento del coste del pasivo bancario. La reestructuración del ahorro, provocada por el fenómeno de la desintermediación financiera en especial de depósitos, generó una reestructuración del ahorro, provocando la necesidad de que los ingresos de las entidades bancarias se incrementasen a través de comisiones y reduciendo el margen de intermediación debido al mayor coste del pasivo bancario. En el bienio 1986-88 en España, según el *Rapport Annuel* del Bank International Settlements (1996), los ingresos bancarios, excluyendo intereses, suponían 20% de los ingresos brutos, en el periodo 1992-1994, este porcentaje había crecido en siete puntos, acercándose a la media europea, que ascendía a 36% y poniendo de manifiesto los efectos de la desintermediación financiera.

3. El mercado bursátil: el punto de partida

La democracia española en su afán de equipararse a Europa, introdujo una visión del papel del Estado radicalmente distinta a la del franquismo. La nueva España le exigía a su administración más intervención en lo social y menos en lo económico. Este nuevo papel del Estado implicaba más presupuesto público y nuevas vías de financiación. El abandono de las inflacionistas políticas de monetización de los déficits públicos obligó por tanto, al Estado español a generar un mercado de deuda pública eficiente.

A comienzos de los ochenta las políticas de estabilización macroeconómicas comienzan a dar sus primeros resultados, los niveles de incertidumbre se reducen considerablemente y la paz social y la estabilidad democrática comienzan a asentarse.

Bajo un entorno macroeconómico favorable las inversiones en el mercado bursátil ven, de modo notable, reducir su coste de oportunidad. A partir de 1983 adquirir acciones españolas se convierte en una de las mejores opciones inversoras para las familias. En consecuencia el volumen de contratación bursátil, impulsado por las ansias de negocio de los hogares españoles, comienza a incrementarse.

Cuadro 2
Evolución del índice general de la bolsa de Madrid (IGBM)

Años	Volumen medio diario de contratación*	Volumen anual de contratación*	Variación anual IGBM %	Variación media diaria del IGBM %
1983	279,722	55,664,606	20.1	0.09
1984	436,318	98,171,509	41.0	0.16
1985	522,014	128,937,514	35.2	0.12
1986	1,997,112	493,286,565	109.9	0.31
1987 ¹	6,822,089	1,303,019,079	51.3	0.24
1987 ²	7,633,591	432,612,912	-29.9	-0.62

¹ Recoge la evolución del IGBM hasta el 6 de octubre.

² Recoge la evolución del IGBM desde el 7 de octubre hasta final de año.

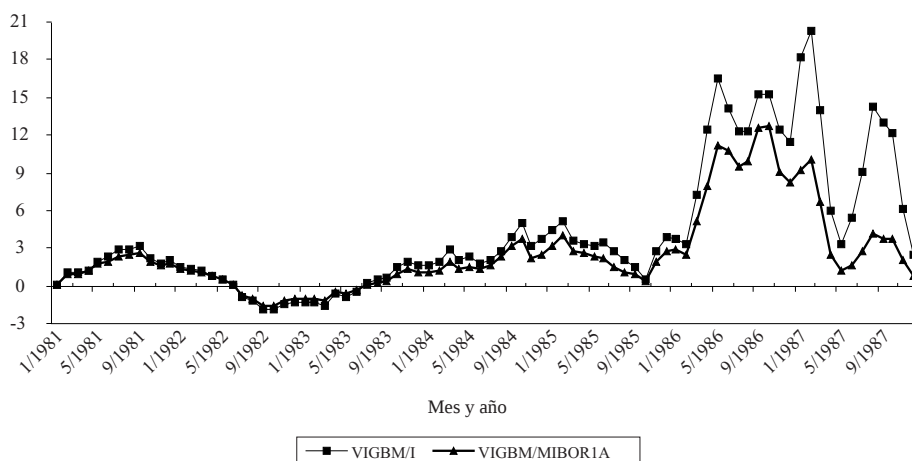
* Euros nominales.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

Desde 1983 hasta 1987 (véase Cuadro 2) la medias anuales de variación diaria del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), suelen superar con frecuencia 0.1%. Los crecimientos anuales son elevados (20.1%, 1983; 41.0%, 1984;

35.2%, 1985; 109.9%, 1986). El volumen de contratación en 1987, 1,735 millones de euros, supera en más de 31 veces al observado en 1983.

Gráfica 2
Indicadores coste de oportunidad. Ratios: VIGBM/I
VIGBM/MIBOR1A, 1981-1987



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Bolsa de Madrid y el Banco de España.

En la Gráfica 2, se muestra el ratio VIGBM/I, que es el cociente entre la Variación Interanual del Índice General de la Bolsa de Madrid (VIGBM) y la Inflación Interanual (I), y el VIGBM/MIBOR1A, que muestra el cociente entre la Variación Interanual del Índice General de la Bolsa de Madrid (VIGBM), y la tasa de interés del mercado interbancario a un año (MIBOR1A). Es indudable que una medición correcta del coste de oportunidad debe realizarse con productos financieros de similar riesgo, no obstante, en épocas sostenidas de crecimiento de los mercados bursátiles, un buen número de inversores tiende a minimizar la sensación de riesgo y a comparar la rentabilidad de los productos de renta fija con los de variable (Salcines y Galindo, 2003). Los activos financieros en los que se materializa el ahorro familiar español, al comienzo de la década de los ochenta, son principalmente las cuentas de depósito de la banca comercial y, en menor medida, los productos de renta fija vinculados a la deuda pública. La suma de efectivo, más depósitos

en 1980, era 8.5 veces superior a la suma de los valores en renta fija, en 1985 este ratio ya se reduce a 3.6 veces. Un ahorrador que hubiera creado en febrero de 1983 una cartera que emulase al IGBM habría tenido, al cabo de un año, un incremento patrimonial de 2,954 veces el valor de la inflación para ese periodo y de 1,869 veces la tasa de interés del mercado interbancario a un año. Una parte del ahorro nacional empezó a considerar que podía obtener importantes incrementos patrimoniales si acudía a los mercados bursátiles. Con el proceso de desregulación del sistema financiero, se inicia un camino para aumentar el peso de los mercados en detrimento de las instituciones y conseguir una mayor oferta de productos.

Desde la perspectiva de los resultados, cabe decir que empiezan a observarse rentabilidades anuales muy importantes, situadas entre tres y cuatro veces la inflación y la tasa de interés a un año del Mercado Interbancario de Madrid. A partir de 1984 la inflación pasa a situarse por debajo de las dos cifras. La reducción de las tensiones inflacionistas incrementa el atractivo de las bolsas españolas, esto explica la existencia un VIGM/I de 20,241 (enero de 1987) o de VIGBM/MIBOR1A de 12,435 (septiembre de 1986), es decir, un ahorrador tipo podría haber obtenido una rentabilidad superior en 20,241 veces a la inflación o en 12,435 veces a la mejor tasa de interés del mercado.

Los mercados financieros españoles, a medida que avanza la década de los ochenta, se redimensionan, dando carácter de urgencia a la solución de sus debilidades. Bajo ese entorno de crecimiento se implanta el nuevo marco jurídico, la Ley del Mercado de Valores (LMV) de 1988.

4. La ley del mercado de valores: la consolidación del mercado bursátil

El objeto básico de la LMV fue preparar al mercado de valores español para un escenario de apertura a los flujos de capital extranjero y al ahorro doméstico. En el apartado anterior se mencionan las importantes rentabilidades que podría haber obtenido un ahorrador español. No obstante, el mercado todavía es estrecho y no ejerce con eficacia su papel de agente financiador. Es cierto que las familias se acercan a los corros bursátiles por primera vez en la historia de España pero, también es cierto que lo hacen con temor y un exceso de sensibilidad a cualquier mala noticia. No existe confianza en los mercados bursátiles y ello provoca que muchas empresas no se planteen cotizar en las bolsas nacionales. Es necesario por tanto, reformar el mercado de valores español.

El proceso reformista consideró como eje básico la actuación de los agentes, las autoridades reguladoras, la protección del inversor y la transparencia de las

transacciones. Otro de los objetivos fue que la ley supusiera un marco flexible y amplio respecto al elemento objetivo de la misma (CNMV, 1999). Los agentes de cambio y bolsa fueron sustituidos por sociedades de bolsa y agencias de valores. Se implantó la libre competencia y un sistema de comisiones libre. Las bolsas pasaron a ser sociedades, dejando de ser instituciones del Estado. Las agencias de valores y las sociedades de bolsa pasarían a ser accionistas de estas nuevas sociedades, las cuales estarían regidas por sociedades rectoras. Se introdujeron los conceptos de mercado organizado y mercado oficial. Se distinguieron tres mercados secundarios oficiales: 1) las bolsas de valores, 2) el mercado de deuda pública en anotaciones, y 3) los demás mercados secundarios oficiales que el gobierno pudiera crear.

El mercado bursátil español se unificó a través del Sistema de Interconexión Bursátil (SIB). Otro aspecto clave fue la desmaterialización de los valores de renta variable cotizados en bolsa. Los registros bursátiles y las funciones de compensación y liquidación de valores fueron asignados a una nueva institución, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV). La reforma de 1988 también introdujo el principio de libertad de emisión, lo que supuso la desaparición de la autorización administrativa previa. El control gubernamental de las emisiones siguió vigente para algunos casos, en particular para las emisiones con nominal indiciado; emisiones al descuento de valores con plazo de amortización superior a un año; emisiones en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional; emisiones realizadas en el mercados nacional por no residentes; y emisiones con algún beneficio tributario u otros privilegios. El emisor tuvo plena libertad para elegir la modalidad de colocación, la elección del colectivo de suscriptores y el desarrollo temporal de las emisiones. La supervisión e inspección del Mercado de Valores recayó en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El comienzo de su actividad estuvo marcado por numerosos retos (CNMV, 1999), ya que en un plazo de nueve meses las bolsas sustituyeron a las antiguas juntas sindicales por los consejos de administración de las nuevas rectoras.

Las caídas de las bolsas mundiales en 1987 también afectaron a las bolsas españolas, no obstante durante 1988 y 1989 era frecuente observar variaciones interanuales positivas de dos dígitos en el IGMB (véase Cuadro 3). Las mejoras en este índice determinaron el crecimiento del volumen medio diario de contratación, que pasa de ser de 5.8 millones de euros en 1988 a 19.5 millones de euros en 1989 (véase Cuadro 4). En 1989 ascendía el volumen anual a 4,801 millones de euros y en 1990 era de 16,423 millones. A partir de junio de 1993 y hasta julio de 1994, las variaciones de la bolsa madrileña oscilan entre 40 y 50%. A partir de octubre de 2000 todas las variaciones interanuales observadas pasan a ser negativas. La trayectoria alcista iniciada en 1995, se acompaña de un crecimiento espectacular en

Cuadro 3

Variación interanual del índice general de la Bolsa de Madrid (porcentajes)

1981 ENE	14.61	1985 ENE	50.40	1989 ENE	11.33	1993 ENE	-10.06	1997 ENE	39.34	2001 ENE	-19.60
1981 FEB	16.01	1985 FEB	34.14	1989 FEB	4.18	1993 FEB	-11.15	1997 FEB	34.48	2001 FEB	-16.48
1981 MAR	19.57	1985 MAR	33.93	1989 MAR	5.97	1993 MAR	-5.38	1997 MAR	53.73	2001 MAR	-14.42
1981 ABR	29.23	1985 ABR	31.40	1989 ABR	10.45	1993 ABR	-1.86	1997 ABR	53.47	2001 ABR	-9.51
1981 MAY	31.98	1985 MAY	30.89	1989 MAY	9.13	1993 MAY	-0.80	1997 MAY	69.25	2001 MAY	-10.51
1981 JUN	40.90	1985 JUN	21.61	1989 JUN	3.78	1993 JUN	10.56	1997 JUN	57.92	2001 JUN	-14.96
1981 JUL	41.73	1985 JUL	15.25	1989 JUL	3.36	1993 JUL	26.18	1997 JUL	63.07	2001 JUL	-23.34
1981 AGO	44.48	1985 AGO	12.47	1989 AGO	14.99	1993 AGO	42.99	1997 AGO	80.62	2001 AGO	-31.38
1981 SEP	32.19	1985 SEP	4.56	1989 SEP	14.80	1993 SEP	54.54	1997 SEP	53.06	2001 SEP	-22.49
1981 OCT	25.94	1985 OCT	22.92	1989 OCT	5.74	1993 OCT	55.31	1997 OCT	65.34	2001 OCT	-8.70
1981 NOV	29.50	1985 NOV	31.96	1989 NOV	8.16	1993 NOV	40.81	1997 NOV	59.90	2001 NOV	-6.45
1981 DIC	22.40	1985 DIC	35.18	1989 DIC	8.35	1993 DIC	51.74	1997 DIC	62.83	2001 DIC	-15.52
1982 ENE	19.13	1986 ENE	29.29	1990 ENE	1.18	1994 ENE	52.91	1998 ENE	71.37	2002 ENE	-8.79
1982 FEB	15.86	1986 FEB	62.70	1990 FEB	1.05	1994 FEB	40.57	1998 FEB	93.22	2002 FEB	-6.02
1982 MAR	11.61	1986 MAR	97.13	1990 MAR	-13.72	1994 MAR	29.43	1998 MAR	69.68		
1982 ABR	8.11	1986 ABR	128.27	1990 ABR	-8.81	1994 ABR	29.84	1998 ABR	60.99		
1982 MAY	2.11	1986 MAY	125.70	1990 MAY	-8.87	1994 MAY	24.30	1998 MAY	47.78		
1982 JUN	-13.99	1986 JUN	115.52	1990 JUN	-3.57	1994 JUN	14.89	1998 JUN	53.19		
1982 JUL	-16.87	1986 JUL	117.46	1990 JUL	-3.53	1994 JUL	17.10	1998 JUL	26.21		
1982 AGO	-26.23	1986 AGO	143.88	1990 AGO	-21.03	1994 AGO	4.08	1998 AGO	0.72		
1982 SEP	-26.68	1986 SEP	142.20	1990 SEP	-34.38	1994 SEP	2.52	1998 SEP	39.37		
1982 OCT	-19.96	1986 OCT	102.84	1990 OCT	-25.85	1994 OCT	-4.53	1998 OCT	31.86		
1982 NOV	-18.32	1986 NOV	93.97	1990 NOV	-22.94	1994 NOV	0.67	1998 NOV	41.65		
1982 DIC	-17.93	1986 DIC	109.88	1990 DIC	-26.29	1994 DIC	-12.64	1998 DIC	24.95		
1983 ENE	-17.95	1987 ENE	122.10	1991 ENE	-18.20	1995 ENE	-19.16	1999 ENE	10.81		
1983 FEB	-19.92	1987 FEB	88.03	1991 FEB	-3.61	1995 FEB	-15.84	1999 FEB	-1.21		
1983 MAR	-8.60	1987 MAR	37.74	1991 MAR	15.53	1995 MAR	-13.39	1999 MAR	0.34		
1983 ABR	-10.67	1987 ABR	18.93	1991 ABR	1.68	1995 ABR	-8.66	1999 ABR	1.22		
1983 MAY	-5.25	1987 MAY	26.23	1991 MAY	0.96	1995 MAY	-7.61	1999 MAY	2.29		
1983 JUN	2.13	1987 JUN	44.15	1991 JUN	-7.00	1995 JUN	-1.60	1999 JUN	-6.90		
1983 JUL	5.42	1987 JUL	64.91	1991 JUL	-8.05	1995 JUL	-3.43	1999 JUL	21.38		
1983 AGO	7.99	1987 AGO	57.52	1991 AGO	7.88	1995 AGO	1.69	1999 AGO	32.45		
1983 SEP	17.72	1987 SEP	56.94	1991 SEP	27.26	1995 SEP	3.29	1999 SEP	11.32		
1983 OCT	25.68	1987 OCT	28.43	1991 OCT	13.13	1995 OCT	1.24	1999 OCT	17.84		
1983 NOV	20.37	1987 NOV	11.29	1991 NOV	3.94	1995 NOV	4.66	1999 NOV	10.10		
1983 DIC	20.08	1987 DIC	6.35	1991 DIC	8.38	1995 DIC	13.72	1999 DIC	11.60		
1984 ENE	22.77	1988 ENE	1.83	1992 ENE	10.70	1996 ENE	16.88	2000 ENE	27.71		
1984 FEB	35.24	1988 FEB	1.54	1992 FEB	1.81	1996 FEB	23.53	2000 FEB	19.99		
1984 MAR	22.38	1988 MAR	21.22	1992 MAR	-11.66	1996 MAR	27.33	2000 MAR	20.66		
1984 ABR	25.83	1988 ABR	23.88	1992 ABR	-10.54	1996 ABR	22.97	2000 ABR	12.23		
1984 MAY	20.87	1988 MAY	23.74	1992 MAY	-9.31	1996 MAY	21.10	2000 MAY	6.98		
1984 JUN	26.15	1988 JUN	20.62	1992 JUN	-14.83	1996 JUN	27.51	2000 JUN	15.83		
1984 JUL	33.70	1988 JUL	0.62	1992 JUL	-20.30	1996 JUL	15.25	2000 JUL	16.65		
1984 AGO	44.59	1988 AGO	-10.53	1992 AGO	-24.90	1996 AGO	13.49	2000 AGO	21.23		
1984 SEP	52.41	1988 SEP	-9.36	1992 SEP	-31.60	1996 SEP	21.59	2000 SEP	12.14		
1984 OCT	31.62	1988 OCT	22.10	1992 OCT	-23.49	1996 OCT	26.76	2000 OCT	-7.24		
1984 NOV	34.04	1988 NOV	32.67	1992 NOV	-12.80	1996 NOV	28.99	2000 NOV	-13.04		
1984 DIC	41.02	1988 DIC	22.42	1992 DIC	-9.76	1996 DIC	33.69	2000 DIC	-2.31		

Fuente: Elaboración propia a partir del Índice General de la Bolsa de Madrid.

los volúmenes de contratación, de un mayor peso relativo de la renta variable en la composición de los activos y pasivos y de un descenso generalizado de los tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo (véase Cuadro 4). A partir de 1995 las bolsas españolas pierden parte de su estrechez y entran, apoyados por las economías domésticas y las inversiones extranjeras, en una fase de crecimiento y homologación europea real. En 1996 se alcanzan los 60,000 millones de euros. Transcurridos cinco años en 2001, el volumen de contratación de 1996 se multiplica por ocho, llegando a ascender a 439,345 millones de euros, que se aproximarían a los 81 billones de las antiguas pesetas.

La integración de la economía española permitió ajustar el ciclo económico español al de la UE. Hasta 1982 el ciclo español era contrario al de la UE, las fases de expansión y contracción españolas coincidían con fases de contracción y expansión de la UE. A partir de 1983 el ciclo nacional se empieza a ajustar al de la unión aunque de forma muy volátil. A partir del proceso de incorporación de la moneda única que empieza a ser firme en 1995, la economía española crece más rápido que la de la UE. La causa de este mayor crecimiento, de acuerdo a Dehesa (2003), es que España ha realizado más reformas estructurales, los tipos de interés han bajado más y ha sido un importante receptor de fondos UE. Parece indudable que, la entrada a la Comunidad supuso la culminación del proceso de apertura que se había iniciado unas décadas antes y dio paso a un periodo de rápida expansión económica, acompañado por un cierto clima de euforia, e incluso un exceso de confianza (Malo de Molina, 2003).

La estabilidad cambiaria, necesaria para atraer la inversión exterior, vino de la mano de la incorporación de la peseta al compromiso cambiario del Sistema Monetario Europeo (SME). En 1992 las compras por parte de no residentes de acciones de sociedades cotizadas ascendía a 11,026 millones de euros, en el año 2000 esta cifra había ascendido a 238,536 millones de euros (véase Cuadro 5). Un análisis de la década de los noventa, mostrará que las compras por capital extranjero de acciones de sociedades cotizadas españolas han supuesto prácticamente la mitad del mercado bursátil. Con excepción del año 1997, en el que las adquisiciones efectuadas por el capital extranjero descendieron a 38.3% de las acciones cotizadas en el mercado continuo español, el resto de los años la inversión de no residentes osciló entre 44.9 (1998) y 52.8 (2000).

El crecimiento de la inversión extranjera en los mercados de valores nos obliga a destacar, como aspecto positivo, que ello aportó liquidez a los mercados. En lo negativo, destaca su impacto sobre el control de la política monetaria, ya que limitó su papel estabilizador y se vio incapaz de esterilizar los efectos expansivos sobre la liquidez de los flujos entrantes de capitales. A nivel cuantitativo, cabe

Cuadro 4
Volumen de contratación de la Bolsa de Madrid (millones de euros),
peso de la renta variable sobre la composición de los activos y pasivos
de la economía española y tipos de interés a corto y largo plazo

	Volumen medio diario ¹		Tipos de interés a corto ² plazo		Tipos de interés a largo ² plazo (rentabilidad de los bonos a 10 años)		Peso de la renta variable sobre la composición de los Activos y Pasivos ³
	Volumen medio diario ¹	Volumen anual	España	Unión Europea	España	Unión Europea	
1980	0.2	46	16.5	-	16.0	12.9	8.68%
1981	0.4	78	16.2	-	15.8	14.9	
1982	0.4	73	16.3	13.7	16.0	14.1	
1983	0.3	56	20.1	11.9	16.9	12.6	
1984	0.4	98	14.9	11.3	16.5	11.8	
1985	0.5	129	12.2	10.6	13.4	11.0	6.69%
1986	2.0	493	11.7	9.1	11.4	9.2	
1987	7.0	1,736	15.8	8.8	12.8	9.4	
1988	5.8	1,441	11.6	8.5	11.7	9.4	
1989	19.5	4,801	15.0	10.9	13.7	9.8	
1990	63.9	16,423	15.2	11.7	14.7	11.1	10.81%
1991	78.2	21,341	13.2	11.0	12.4	10.3	
1992	77.7	21,143	13.3	11.2	12.2	9.8	
1993	132.9	33,229	11.7	8.6	10.1	7.8	
1994	177.9	43,936	8.0	6.6	10.1	8.2	
1995	161.2	39,654	9.4	7.0	11.3	8.6	19.85%
1996	242.8	60,701	7.5	6.4	8.7	7.3	
1997	496.8	123,195	5.4	4.9	6.4	6.2	
1998	799.0	198,159	4.3	4.7	4.8	4.9	
1999	898.9	224,714	3.0	3.5	4.7	4.7	
2000	1,533.0	292,804	4.4	4.7	5.5	5.4	31.76%
2001	1,421.8	439,345	4.3	4.4	5.1	5.0	
2002	1,319.2	n.d.	3.4	3.5	5.0	4.9	16.27%

Fuente: ¹Elaboración propia a partir del volumen diario de contratación de la Bolsa de Madrid. Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid. ²Eurostat. ³Datos obtenidos de Ontiveros y Valero (2003).

indicar que llegó a superar al propio ahorro nacional en los movimientos de compra-venta de títulos cotizados. La evolución del mercado continuo español ayudó a realzar su atractivo como mercado de referencia internacional. En 1989 se introduce el sistema denominado *Computer Assisted Trading System*, lo que supuso la introducción del mercado electrónico. En enero de 1992 nace el índice IBEX-35, en noviembre de 1995 culmina la implantación del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), en 1999 se inicia la contratación y cotización en euros, y

comienza la contratación en el Mercado Latinoamericano de valores que cotizan en euros (Latibex). En el 2000, y dentro del marco de la burbuja tecnológica, se lanza el Nuevo Mercado.

Cuadro 5
Inversión extranjera en sociedades cotizadas

	<i>Compras (MM. euros)</i>	<i>Ventas (MM. euros)</i>	<i>Inversión neta (compras-ventas)</i>	<i>% sobre mercado*</i>
1992	11,026	8,877	2,149	49.35
1993	18,212	12,648	5,564	51.21
1994	20,785	20,052	733	39.25
1995	20,767	18,038	2,729	44.67
1996	30,789	31,060	-271	47.74
1997	61,572	62,027	-455	38.28
1998	115,765	110,586	5,179	44.90
1999	135,567	130,121	5,446	47.44
2000	238,536	251,856	-13,320	52.84

* Compras extranjeras/compras mercado continuo nacional* 100.

Fuente: Dirección General de Política Comercial e Inversión Exterior. Sólo mercado secundario (mercado continuo nacional).

5. El último de los mercados financieros

Han sido varios los factores causantes que el mercado de renta fija privada, denominado en España mercado AIAF o mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, tardase varias décadas en emerger. De hecho, el mercado de renta fija español ha tenido que esperar a la pérdida de protagonismo de la deuda pública en los presupuestos gubernamentales para poder emerger como una fuente de financiación real y eficiente para la gran empresa española. En una primera etapa, el mercado de renta fija privada español no se consolidó, generando como principal consecuencia que las necesidades de financiación de las empresas fueran satisfechas por el sistema bancario, poniendo así de relieve el papel sustitutivo que la banca ha jugado sobre los mercados de valores (Salcines y Galindo, 2003).

El principal producto dinamizador del mercado de renta fija privada de España ha sido el pagaré de empresa, que acaparó el protagonismo del mercado hasta 1994. Pero, este producto financiero ha estado muy vinculado a factores exógenos a la empresa, como puede ser el tratamiento fiscal o un exceso de liquidez del sistema bancario. El cambio de escenario macroeconómico provocado por

el euro y el desarrollo normativo marcan el crecimiento actual del mercado de renta fija privada. Han sido medidas de carácter fiscal, como la equiparación de la renta fija privada a la deuda pública o la mejora de los sistemas de compensación y liquidación, las que han permitido la llegada de nuevos emisores. La flexibilización, por parte de la CNMV, de las condiciones para el lanzamiento de programas de pagarés, bonos y obligaciones por parte de las empresas, ha posibilitado que desde 1998 se negocie en este mercado un producto nuevo y relevante en las carteras de las Instituciones de Inversión Colectiva, las participaciones preferentes. En lo referente a la titulización de activos cabe indicar que es un segmento del mercado de renta fija el que ha ido adquiriendo profundidad y liquidez, generando en el 2001 un volumen de negociación de 24,713 millones de euros. De momento la liquidez holgada o un coste no excesivo de los recursos propios han contribuido a no incentivar la aparición de propuestas de titulización de activos bancarios.

Cuadro 6
Mercado organizado de renta fija AIAF,
volumen de negociación, millones de euros

<i>Fecha</i>	<i>Pagarés</i>	<i>Bonos, cédulas obligaciones</i>	<i>Bonos de título</i>	<i>Particip. preferentes</i>	<i>Total</i>
1996	3,737	12,739	80	0	16,556
1997	4,474	16,853	58	0	21,385
1998	7,935	24,428	10,708	49	43,120
1999	25,284	19,740	40,542	703	86,268
2000	46,425	13,753	38,720	928	99,826
2001	97,385	17,253	24,713	1,459	140,810

* Compras extranjeras/compras mercado continuo nacional* 100.

Fuente: Dirección General de Política Comercial e Inversión Exterior. Sólo mercado secundario (mercado continuo nacional).

A comienzos del siglo XXI, el Mercado AIAF por su volumen de negociación, está consolidado. Las nuevas emisiones han alcanzado la cifra de 123,899 millones de euros, con un incremento de 37.3% y el saldo vivo se ha situado para el 31 de diciembre de 2001, en 99,405 millones de euros, frente a los 78,308 millones de euros de finales de 2000. El volumen de operaciones ha alcanzado la cifra de 273,467 millones de euros, lo que representa un crecimiento de 78% respecto al pasado año. De estas operaciones, 58% lo fueron por importes inferiores a los 15,000 euros. Una vez consolidado el desarrollo del mercado de renta fija privada

AIAF, en 1995 se observó que la estructura jurídica del mismo, no resultaba adecuada al devenir de los mercados financieros, máxime si se tiene en cuenta la estructura de sociedad anónima que se observa en la mayoría de los mercados, tanto nacionales como extranjeros. Por ello, se aprueban los estatutos de AIAF, Mercado de Renta Fija, Sociedad Anónima, actualmente integrada en Mercados Financieros, Sociedad Holding.

El mercado de productos derivados en España se constituye a finales de 1991, como mercado oficial, regulado y controlado. Centra su actividad en la negociación, liquidación y compensación de Futuros y Opciones sobre bonos del Estado, los índices bursátiles IBEX-35 y S&P Europe 350 (y sus sectoriales), así como futuros y opciones sobre acciones. Las expectativas futuras sobre tipos de interés cambian bruscamente en 1992, esta nueva situación favoreció el crecimiento general de este mercado, tanto en lo que se refiere a la comercialización directa de contratos, como al desarrollo de la innovación financiera. Las incertidumbres generadas por la crisis del sistema monetario europeo y el posterior repunte de tipos de interés, producido en 1994, provocan, con 12,884,000 contratos de futuros y 1,501,000 contratos de opciones sobre deuda pública, un salto cuantitativo en el volumen de contratación. El segmento de renta variable se introdujo en el mercado de derivados a partir del diseño de opciones y futuros sobre el índice Ibex35. El volumen de negociación al contado, la elevada volatilidad y la alta participación de inversores residentes marcan la evolución de este segmento.

6. El proceso de liberalización bancaria

El proceso de liberalización bancaria vivido en España provoca que el rostro actual de este sector apenas se asemeje al que tenía a finales de los años setenta. En esas fechas el intervencionismo y la reglamentación dominaban su comportamiento. Los bancos tenían 62.9 de la cuota de mercado en depósitos y 78.4% en créditos. Es decir, el mapa bancario estaba liderado por los bancos, las otras dos piezas del sistema, las cajas de ahorro (33.9 depósitos, 19.3% créditos) y las cooperativas de crédito (3.2 depósitos, 2.3% créditos) ejercían un débil protagonismo. Las tasas de interés estaban reglamentadas, existían restricciones a la expansión de la red comercial y los coeficientes de inversión obligatoria alcanzaban porcentajes de 67% en las cajas de ahorro. Con anterioridad al cambio de régimen político en 1974, se intensificó el proceso de reforma, la banca pudo disfrutar de la libertad de expansión nacional y las cajas de ahorro de la provincial, se liberalizaron las tasas de interés activos a más de dos años y las cajas de ahorro fueron autorizadas a emitir certificados de depósito y a acceder a las cámaras de compensación. Para 1977 las

cajas de ahorro se equiparan operativamente a la banca y un año más tarde, en 1978 se liberaliza de modo parcial la entrada de la banca extranjera. No obstante, el proceso de desregulación no implicó una mejora sustancial para el consumidor, ya que no provocó una ruptura de la situación monopolística del sector.

Existen diferentes metodologías para analizar la competencia bancaria, y todas ellas como pauta general, han rechazado siempre la existencia de competencia en los mercados de intermediación bancaria (Lorences, 1991; Gual, 1993; Coello, 1994).

El proceso de concentración bancaria vivido en España en la década de los noventa ha reducido aparentemente el número de miembros del mercado, es decir, de competidores. En buena lógica por tanto, sería razonable pensar que se ha incrementado el poder de mercado de las entidades financieras resultantes. De hecho, estudios recientes confirman esta hipótesis (Fernández de Guevara y Maudos, 2002). Pero, un mercado bancario necesita de entidades solventes que generen confianza a los ahorradores. Lo contrario implica menores niveles de depósitos bancarios y en consecuencia un menor oferta monetaria y una mayor tasa de interés, con los consiguientes perjuicios para los inversores nacionales. Por tanto, podemos afirmar que el proceso de concentración español, impulsado por las autoridades económicas, no sólo ha tenido la virtud de blindar a España ante competidores extranjeros sino que ha estimulado la bancarización nacional, incrementado la oferta monetaria e impulsado una reducción de las tasas de interés. Como aspecto negativo, cabe indicar que el proceso de concentración bancaria ha permitido un incremento de los márgenes relativos de activo, aunque este efecto negativo ha estado muy suavizado por producirse en un marco de reducciones de tasas de interés. No ocurrió lo mismo con los márgenes relativos de pasivo. El proceso de reestructuración de ahorro provocó su reducción.

Un ejemplo del cambio de modalidad de la competencia ha sido el comportamiento del Banco Santander, esta entidad promovió lo que popularmente se conoce como la “guerra del pasivo o supercuenta” en 1989 y la “guerra del activo” en 1991. Los nuevos competidores que en muchas naciones como México, han venido del exterior, en el caso de España han surgido del interior, las cajas de ahorro. El desarrollo de los mercados de valores y las reformas legislativas que concedieron la mayoría de edad a las cajas de ahorro, otorgaron un mayor nivel de madurez al sistema bancario, contribuyendo a elevar el nivel de bancarización nacional.

El desarrollo de las cajas de ahorro modificó sustancialmente las cuotas de mercado del sistema. En el año 2002 las cajas de ahorro acaparan el 54.2% del mercado de depósitos y el 48.9% del mercado de créditos, resultando líderes en

ambos mercados. Varios han sido los determinantes de este crecimiento, pudiendo destacar los siguientes: 1) expansión de la red operativa, desde 1998 la red comercial de las cajas, con 17,598 oficinas, 19,297 en el 2000, supera a la banca. Este crecimiento de la red ha actuado como una barrera a la entrada, provocando que algunos bancos comerciales nacionales tuviesen que realizar en su fase de expansión nacional, un mayor esfuerzo comercial, generando un incremento de la competencia; 2) proceso de concentración, en 1983 existían 80 entidades o cajas, en el 2000 hay 48. En la mecánica de concentración, como indica García Roa (1994), ha existido un denominador común, la reducción de costes operativos unitarios como estrategia para poder sobrevivir en un entorno de reducción de márgenes financieros; 3) innovación financiera, las cajas de ahorro supieron responder al proceso de reestructuración del ahorro; y 4) la mayor orientación al por menor de su negocio. El cliente particular, prácticamente despreciado por la banca comercial en la década de los ochenta, a causa de su escaso volumen de negocio sufrió de modo paralelo al desarrollo del país, un cambio sustancial en su demanda de productos financieros, de este cambio se beneficiaron esencialmente las cajas de ahorro. Como nos recuerda Ontiveros y Valero (2003), este tipo de cliente doméstico o pequeño empresario pertenece a una clase de clientes que por sus propias características, tienen un menor poder de negociación frente a las entidades bancarias, con la consiguiente tendencia a aportar mayor margen financiero.

Conclusiones

La muerte del general Franco supuso algo más que la entrada en un sistema de libertades, generó también la eliminación de un vasto marco regulador que atenazaba el desarrollo del sistema financiero español. Todos los elementos del sistema financiero poseen ciertas funciones marcadas, que esencialmente son las de financiar a la sociedad que lo arropa. La mayoría de los cambios estructurales españoles fueron en esencia sencillos, permitir que cada uno de los mercados ejerciera sus funciones naturales. Cuando esto ocurre es decir, cuando la eficiencia se impone en los mercados, toda la sociedad gana. Los costes financieros de las empresas y el tipo de interés de la deuda pública se suele reducir; la oferta monetaria, impulsada por una reducción del efectivo y un incremento de los depósitos bancarios, tiende a crecer y en consecuencia las tasas de interés tienden a bajar, potenciando la inversión privada y por extensión la demanda agregada. La renta familiar disponible, bajo este marco descrito, es previsible que crezca.

Los ejes transformadores en España se diseñaron, por un lado, teniendo como referencia las transformaciones que se estaban produciendo en Europa, y por

otro, siendo conscientes de que el sistema financiero internacional se había introducido en una dinámica irreversible de desregulación financiera. Igualmente, es necesario destacar que los múltiples vectores reformistas se expandieron en paralelo, de ello, la dificultad para estructurarlos como simples piezas de un dominó, en los que un proceso desencadena otro. No obstante, si algo podemos resaltar en primer lugar, la creación y consolidación del mercado de deuda pública, sus ventajas fueron varias, pero la principal es que España cambió el modo de financiar su deuda, renunciando a prácticas inflacionistas como la monetización del déficit público y reduciendo su dependencia del ahorro externo.

Del sistema bancario destacaríamos el proceso de fusiones y absorciones, que nos permitió escapar discretamente de una potencial crisis bancaria. En su momento desde los diferentes ministerios de Economía, se buscó la complicidad de la opinión pública y en especial su tranquilidad. Se transmitió por ello, la idea de que fusión era sinónimo de eficiencia. El tiempo ha demostrado que entidades más grandes no son más eficientes. No obstante, el tiempo también ha demostrado que el proceso de fusiones español ha generado entidades más robustas y solventes y este hecho es particularmente relevante. Uno de los problemas fundamentales de la banca en América Latina no es el nivel de eficiencia, sino la fortaleza de la entidad. La quiebra de cualquier banco reduce los niveles de bancarización nacional, expulsa ahorro del sistema bancario, contrayendo la oferta monetaria, generando incrementos de las tasas de interés que dañan al inversor nacional y por extensión al empleo y al bienestar de un país. Ese miedo, tan presente en la mente de muchos ahorradores de Argentina, Uruguay o en su momento en México, ha desaparecido en los españoles.

Cuando se aprueba la constitución, un punto clave del desarrollo político español en 1978, la economía española se encuentra inmersa en profundos desequilibrios macroeconómicos. La inflación se encontraba en máximos históricos, la actividad económica estaba estancada, el desempleo crecía y la cotización de la moneda nacional era rehén del déficit de la balanza de pagos. El sistema financiero español era calificado en aquellos tiempos, como uno de los más rígidos y reglamentados de toda la OCDE (1971). La falta de sistemática y coherencia eran predominantes en las bolsas de valores. Existía escasa transparencia, los mecanismos de compensación y liquidación eran ineficientes. Los diferentes mercados nacionales bursátiles estaban divididos. Las entidades financieras esencialmente los bancos, operaban con márgenes regulados, rentabilidades elevadas y barreras a la entrada frente a competidores no deseados, situación que duró hasta comienzos de los noventa.

Los integrantes del sector financiero, más preocupados por la generación de una estructura financiera acorde a las nuevas necesidades de financiación pública y privada, reclamaron la implementación de medidas generadoras de mayor competencia entre intermediarios, la transparencia de mercados e integración de las bolsas españolas. La Ley del Mercado de Valores de 1988, generó una estructura financiera totalmente nueva y válida para alcanzar los nuevos retos financieros.

El primero de los mercados que sufriría una modificación sustancial fue el de deuda pública y a ello no fue ajeno, el abandono de las políticas monetarias de monetización de déficits públicos. Las necesidades de financiación privadas fueron satisfechas por el sistema bancario el cual, a medida que entraba en un proceso de fusiones y absorciones, también incrementaba su poder de mercado, especialmente en los productos de activo. La renta fija privada no dispuso de un mercado secundario organizado hasta 1991. A partir de ese momento se habilitaron sus productos y se cumplió la condición necesaria para que formaran parte de las carteras de las instituciones de inversión colectiva. El crecimiento bursátil mundial, que se produjo a comienzos de la década de los ochenta, también afectó a España, pero a diferencia de otras naciones, en ésta coincidió con un nuevo marco competitivo que aumentó el peso de los mercados en detrimento de las instituciones. El desarrollo de las bolsas de valores y las reformas legislativas que concedían la mayoría de edad a las cajas de ahorro otorgarían un mayor nivel de madurez al sistema bancario, elevando el nivel de bancarización nacional.

Referencias bibliográficas

- Banco de España (1988). *Servicios jurídicos del Banco de España: mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio*, Madrid: Banco de España.
- Bank International Settlements (1996). *Rapport Annuel*, Basilea: Bank International Settlements.
- Cals Güell, Joan (2001). *Las cajas de ahorro en el sistema financiero español. Trayectoria histórica y realidad actual*, ponencia presentada en las Jornadas sobre “La singularidad de las cajas de ahorro españolas”, Zaragoza, Universidad de Zaragoza.
- Coello, Juan (1994). “El Mercado de los depósitos a la vista en España: Bancos vs. Cajas de Ahorro” en FEDEA, *Documentos de Trabajo*, pp. 94-02.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (1991, 1992, 1993, 1994). *Informe sobre instituciones de Inversión Colectiva*, Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- (1997). *Nueva legislación del mercado de valores*, Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (1999). *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Comity of wise men on the regulation of european securities markets (2001). *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European Securities Markets* (http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf).
- Dehesa, Guillermo de la (2003). “Balance de la economía española en los últimos veinticinco años” en *Información Comercial Española*, núm. 811, pp. 53-79.
- Fernández de Guevara, Joaquín Maudos (2002). “Factores explicativos de la evolución del margen de intermediación en los sectores bancarios de la Unión Europea” en *Cuadernos de Información Económica*, noviembre-diciembre, pp. 71-78.
- y Francisco Pérez (2002). *Market power in European banking*, Valencia: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, WP-EC 2002-05.
- Freixas, Xavier (1996). *Los límites de la competencia en la banca española*, Bilbao: Fundación BBV.
- García Roa, José (1994). *Las cajas de ahorro españolas: cambios crecientes, fusiones y otras estrategias de dimensionamiento*, Madrid: Civitas.
- Gual, Jordi y Xavier Vives (1992). “*Ensayos sobre el sector bancario español*”, Madrid: Fedea.
- Gual, Jordi (1993). *La competencia en el sector bancario español*, Bilbao: Fundación BBV.
- Lorences, Joaquín (1991). “Grado de monopolio y monopsonio de la banca española: un avance de resultados” en Programa de Investigaciones Económicas, Oviedo, Universidad de Oviedo, consultado en Xavier Freixas (1996).
- Malo de Molina, José Luis (2003). “Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la constitución española” en *Economía Industrial*, núm. 349-350, pp. 29-50.
- Mañas, Luis (1990). “El sector bancario ante el mercado único: reflexiones críticas” en *Papeles de Economía Española*, pp. 126-140.
- Maudos, Joaquín (2001). “Rentabilidad, estructura de mercado y eficiencia en la banca” en *Revista de Economía Aplicada*, vol. IX, núm. 25, pp. 193-207.
- Ontiveros, Emilio E. y Francisco J. Valero (2003). “El sistema financiero español desde la constitución. Homologación internacional, vertebración territorial” en *Economía Industrial*, núm. 349-350, pp. 111-126.

- Salas, Vicente y María Oroz (2003). "Competencia y eficiencia en la intermediación financiera en España: 1977-2001" en *Moneda y Crédito*, núm. 217, pp. 73-100.
- Salcines, José Venancio y Luis Miguel Galindo (2003). "Aspectos claves de la evolución de los mercados financieros españoles: 1975-2002" en Escudero *et al.*, *Mercado de capitales: estudios sobre bolsa, fondos de inversión y política monetaria del BCE*" A Coruña: Editorial Netbiblo, pp. 13-38.
- Valle, Victor (1984). "Las cajas de ahorro y el futuro del sistema financiero" en *Papeles de Economía Española*, núm. 19, pp. 136-140.