

LA POLÍTICA FINANCIERA DESDE UNA PERSPECTIVA ACTUAL

LECCIÓN INAUGURAL DEL CURSO ACADÉMICO 1994-95
POR

JOSÉ ALBERTO PAREJO GÁMIR

CATEDRÁTICO DE POLÍTICA ECONÓMICA
DE LA UNIVERSIDAD COMPLUTENSE
Y DIRECTOR
DEL CENTRO DE ENSEÑANZA SUPERIOR
LUIS VIVES CEU

15 DE NOVIEMBRE DE 1994

FUNDACIÓN UNIVERSITARIA SAN PABLO CEU

INDICE

- I.- Introducción.
- II.- La política financiera desde una perspectiva tradicional.
- III.- Las modificaciones recientes en la actividad financiera como determinantes de la situación actual y perspectivas futuras de la política financiera de las autoridades económicas nacionales.
- IV.- La liberalización financiera: efectos y riesgos.
- V.- La necesidad de regulación en el sistema financiero.
- VI.- Conclusiones: el nuevo enfoque de la política financiera.

I.-INTRODUCCION

Excmo. y Magfco. Sr. Rector de la Universidad de Alcalá.
Excmo. Sr. Presidente de la Fundación Universitaria San Pablo-
C.E.U.
Excmos. e limos. Señores.
Señoras y Señores.
Queridos amigos todos.

Puede comprenderse fácilmente, que para una persona como yo, que hace ahora aproximadamente 26 años se incorporó a las aulas de esta institución, para iniciar sus estudios de la Licenciatura en Ciencias Económicas y Empresariales en el entonces Centro de Estudios Universitarios (C.E.U.); que sin solución de continuidad se quedó en ellas al acabarlos como profesor; que en ellas y en las de la Universidad Complutense ha desarrollado su carrera académica; que ha ocupado a lo largo de este tiempo varios cargos directivos en los centros universitarios del CEU, los últimos nueve años en este Centro Luis Vives, adscrito a la Universidad de Alcalá, que hoy nos acoge y que, en fin, se considera por tanto un hombre de esta casa, por la que confiesa un gran cariño, puede comprenderse, digo, que resulta un gran honor y una gran satisfacción poder impartir hoy la lección inaugural de este curso académico 1994-95.

Sentimientos que se unen a la lógica emoción que produce hacerlo ante una parte importante de mi familia, ante algunos de mis viejos y queridos compañeros, ante algunos de los que considero mis maestros y parte de los que quiero como discípulos¹ y ante tantos

¹ Entre ellos, he de agradecer a los profesores L. Rodríguez Sáiz, A. Calvo Bernardino, J. Paúl Gutiérrez y E. Alcalde Gutiérrez sus opiniones y sugerencias a una primera versión de esta lección inaugural.

amigos y colaboradores. Agradezco pues profundamente a la Fundación Universitaria San Pablo esta oportunidad.

El propósito genérico de esta lección inaugural, entrando ya en materia, lección que pretendo cumpla las condiciones de contenido, carácter pedagógico y duración que creo exigen un auditorio y una ocasión como éstos, es reflexionar sobre la situación actual y las perspectivas futuras de la política financiera, exponiendo y valorando sus elementos fundamentales, política que ha sido el principal ámbito de investigación de quien les habla en los últimos años, dentro de la gran diversidad y complejidad de temas que abarca la Política Económica como disciplina científica.

Pues bien, para llevar a cabo esta reflexión conviene partir, en mi opinión, del análisis de lo que podríamos llamar "la visión tradicional" de la política financiera, parte de cuyos elementos inevitablemente (y afortunadamente diría yo) aún se mantienen en la actual, para pasar luego a exponer las modificaciones fundamentales que se vienen produciendo en los últimos años en la actividad financiera a nivel general y que determinan la situación actual y las perspectivas futuras de la política financiera de las autoridades económicas nacionales. Este análisis nos permitirá, por último, extraer las pertinentes y deseadas conclusiones sobre lo que es, y sobre lo que en nuestra opinión debe ser, la política financiera en la actualidad y en los años venideros.

II.- LA POLITICA FINANCIERA DESDE UNA PERSPECTIVA TRADICIONAL

Entendida la política económica en general, como el conjunto de actuaciones económicas realizadas por el gobierno y otros

órganos del Estado (el Parlamento, el Banco Central, etc., e incluso, diríamos hoy, por diversos organismos y autoridades supranacionales) para alcanzar ciertos objetivos macroeconómicos, algunos a más corto plazo (estabilidad de precios, mayor empleo, equilibrio de los pagos exteriores...) y otros a plazo más largo cuya consecución implica llevar a cabo reformas estructurales e institucionales¹, la política financiera constituye uno de sus instrumentos fundamentales, junto a las políticas monetaria, fiscal, de rentas, etc.

Podemos precisar su contenido entendiéndola como el "manejo por parte de las autoridades monetarias y financieras de un país, especialmente por el Banco Central, de un conjunto muy diverso de instrumentos financieros, de naturaleza en gran medida cualitativa, estructural y microeconómica, dirigido a colaborar al logro de los grandes objetivos últimos de la política macroeconómica (estabilidad de los precios, pleno empleo, etc.), a través del fomento del ahorro y la inversión productiva, de una eficaz distribución de los recursos financieros disponibles, del mantenimiento de una elevada estabilidad monetaria y financiera y de un funcionamiento satisfactorio del sistema financiero que le sirve de marco institucional"².

Esta definición nos permite profundizar en sus elementos fundamentales. Tanto en sus objetivos específicos o funciones inmediatas, vinculadas siempre al logro de los fines últimos comunes a todo instrumento macroeconómico, ya citados, como en sus

¹ Esta definición supone una cierta síntesis y modernización de la formulada por el profesor E. de Figueroa en su tradicional "Curso de Política Económica", ed. Revista de Derecho Privado, Madrid 1969, págs. 1-6.

² Vid. A. Fernández Díaz, L. Rodríguez Sáiz, J.A. Parejo Gámir, A. Caivo y M.A. Galindo, "Teoría y Política Monetaria", ed. AC, 2ª ed. actualizada y revisada, Madrid 1994, pág. 108, parte de cuyo capítulo 4 seguiremos básicamente en este apartado de nuestra exposición de hoy.

instrumentos.

Entre los primeros³, sin orden de prelación de momento, decimos que la política financiera debe **colaborar a la consecución de la estabilidad monetaria y financiera del sistema económico nacional**, lo que significa, por un lado, ausencia de crisis importantes en los distintos grupos institucionales que integran el sistema financiero del país (intermediarios financieros y mercados financieros, fundamentalmente); por otra parte, conseguir una evolución estable de las principales macromagnitudes monetarias y financieras del sistema, es decir que éstas en su evolución sigan, aproximadamente al menos, la senda prevista por las autoridades, sin grandes fluctuaciones perturbadoras y no deseadas.

Ambas exigencias implican, lógicamente, que dichas autoridades practiquen una política monetaria y financiera activa y eficaz y que los elementos que componen el sistema financiero colaboren con ellas al efecto, de forma flexible.

En cuanto al objetivo de **garantizar la eficacia en la asignación de los recursos financieros**, significa que esta política debe conseguir que el sistema financiero proporcione a la economía nacional los recursos financieros que precisa, apropiados tanto en volumen como en naturaleza, plazos y costes⁴.

³ Vid. J.A. Parejo Gámir, L. Rodríguez Sáiz, A. Cuervo García y A. Caivo Bernardino, "Manual de Sistema Financiero Español", ed. Ariel, 7ª ed. actualizada y revisada. Barcelona 1994. págs. 19-22.

⁴ J. Tobin señala, dentro de este concepto, que él denomina "eficiencia funcional", la función de movilización del ahorro para inversiones en capital físico y humano, interior y exterior, privado y público y su empleo en los usos más productivos socialmente. Vid. Tobin, J., "On the efficiency of the Financial System", Lloyds Bank Review nº 1954, julio de 1984, pág. 3.

En la práctica, sin embargo, existen dificultades para evaluar inequívocamente el grado de eficacia de un sistema financiero, aunque se vienen utilizando para ello diversos criterios. Algunos cuantitativos, como su dimensión absoluta (medida por el volumen total de recursos financieros canalizados a través de él) o su dimensión relativa (la absoluta en proporción al PNB, Ahorro Nacional, etc.), que ya nos aproximan a dicha eficacia, puesto que suponen un primer condicionante para lograrla (aunque un sistema financiero mayor no tiene por qué ser necesariamente más eficaz que otro más pequeño); y otros cualitativos, que se consideran más apropiados a estos efectos.

Y así, se vienen utilizando conceptos tales como la fluidez y elasticidad del sistema, que tienen el inconveniente fundamental de ser difíciles de definir, pero que exigen para alcanzar esa mayor eficacia que el sistema financiero cuente con una gran diversidad de instituciones, que no haya compartimentos estancos entre ellas, y sí una participación efectiva de las mismas y, por último, que haya una gran diversidad de activos financieros disponibles.

Dentro de estos criterios cualitativos hemos de incluir también el de la libertad, sin que ello suponga la defensa de un liberalismo a ultranza como garantía de la pretendida eficacia. Por el contrario, esa libertad queda condicionada en varios ámbitos, a la vista de las peculiaridades del sistema financiero, tanto en su estructura como en su funcionamiento.

Más concretamente, en cuanto a la libertad de acceso de las entidades al sistema financiero, se matiza exigiéndoles unas condiciones mínimas de solvencia objetivas, dado el fin primordial que persiguen, que es administrar los recursos ajenos propiedad de los ahorradores. Ahora bien, si son superadas esas garantías no deben

existir trabas para el establecimiento, sin perjuicio del control adecuado y periódico realizado por la autoridad monetaria.

Por lo que respecta, en segundo lugar, a la libertad de operaciones, se piensa en general que las autoridades monetarias no deben compartimentar el mercado, determinando, a nivel institucional, las funciones a realizar por las diversas entidades, sino que deben ser ellas mismas, vocacionalmente, las que deben especializarse en alguna de ellas, lo que no significa que no puedan establecerse mínimas excepciones a este principio.

Y por último, en cuanto a la libertad de precios y cantidad, característica de un sistema de competencia perfecta, se debe no obstante matizar también dentro de un sistema financiero, puesto que parece recomendable en él un cierto tipo de intervención por parte de las autoridades, para garantizar la función básica que este sistema cumple. Al menos a nivel global, fijando la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, el nivel de los tipos de interés, etc., por sus importantes implicaciones macroeconómicas (sobre la inflación, el paro, etc.).

Así pues, el reconocimiento en este ámbito del principio del mercado no implica renuncia al necesario control que deben ejercer las autoridades financieras, tanto para vigilar que se cumplen las reglas de funcionamiento, como para lograr que el servicio realizado por el sistema financiero a la colectividad se desempeñe con un coste mínimo tanto en términos monetarios de intermediación, como en términos de riesgo para los usuarios de dicho servicio⁵.

⁵ Por otra parte, el cumplimiento de las reglas señaladas no significa la adhesión incondicional a principios de carácter absoluto. Existen otros objetivos de la política económica, tales como la estabilidad de precios, o el crecimiento económico, a los que las autoridades no pueden renunciar, que hacen necesario, a veces, intervenir en los

Por otro lado, debemos considerar también al fomento del ahorro y de la inversión productiva, como una tercera función (u objetivo) básica de la política financiera, como ya dijimos, que exige el ofrecimiento de una rentabilidad atractiva y otras condiciones favorables. En efecto, cuando cumple adecuadamente sus funciones, un sistema financiero no se limita a servir de canal pasivo de los recursos financieros entre ahorradores e inversores, sino que contribuye, con su propia estructura y a través del proceso de innovación financiera, desarrollado por sus instituciones y por la diversificación de sus activos, a generar un mayor volumen de ahorro y a que los recursos así captados puedan dedicarse a la financiación de actividades productivas, de acuerdo con los deseos diferentes de los potenciales inversores⁶.

Por lo que se refiere ahora a los instrumentos de la política financiera, son⁷ un conjunto muy amplio y diverso de actuaciones las que las autoridades financieras de un país han llevado a cabo a lo largo del tiempo, con diferentes finalidades específicas y con una naturaleza, ya resaltada, básicamente cualitativa, estructural y microeconómica.

mercados financieros, tratando de controlar el precio o la cantidad de dinero, las operaciones llevadas a cabo por las distintas instituciones y/c el acceso a dichos mercados.

⁶ Diversos estudios teóricos y empíricos se han ocupado de este papel crucial desempeñado por el sistema financiero, mostrando cómo el desarrollo económico de los distintos países viene acompañado por un desarrollo paralelo de su sistema financiero y cómo éste, a medida que se hace más complejo, tiene una misión más estratégica en los procesos de ahorro e inversión. Vid. en este sentido las aportaciones seminales de R. Goldsmith, "Financial structure and development", Yale University Press 1969 y J.G. Gurley y E.S. Shaw, "Financial aspects of economic development". American Economic Review n^o 4, septiembre de 1955, págs. 515-538.

⁷ Vid. A. Fernández Díaz y otros, "Teoría y Política Monetaria", op. cit., págs. 108-109.

Sin ánimo de exhaustividad, y sin orden de prelación, los hemos incluido en el cuadro 1. Obviamos ahora una referencia más detenida a ellos, aunque destacaremos, eso sí, para acabar esta parte de nuestra exposición, que la política financiera tradicional ha hecho un uso mucho más frecuente e intenso de aquellos que, como el control de cambios y el control selectivo del crédito (coeficientes obligatorios de inversión, fijación administrativa de los tipos de interés, etc.), fundamentalmente, le permiten influir directa y eficazmente sobre la asignación de los recursos financieros, en detrimento de los que se dirigen al control y supervisión de las instituciones financieras.

Es decir, se trataba de una política financiera muy intervencionista, sobre todo en el primero de estos dos ámbitos, al que concedía una atención prioritaria y muy inferior al segundo. Una política que, como vamos a ir viendo a continuación, ha experimentado sin embargo cambios sustanciales en los últimos tiempos, a medida que se han ido produciendo modificaciones importantes en la propia actividad financiera.

CUADRO 1: CLASIFICACION DE LOS INSTRUMENTOS DE LA POLITICA FINANCIERA

1. **El control selectivo del crédito**, que pueda llevarse a cabo, a su vez, a través de mecanismos muy diversos, como los coeficientes de inversión obligatorios, el crédito oficial, la regulación de las condiciones de ciertos tipos de operaciones financieras (compraventas a plazo, créditos hipotecarios, etc.), la fijación de ciertos topes o límites a los créditos, la subvención estatal a los intereses de algunos créditos, la concesión de garantías públicas a diversos tipos de préstamos, etc.

2. **La política de supervisión de las entidades financieras** dirigida tanto al mantenimiento de su solvencia como al control de sus actividades fundamentales, mediante sistemas igualmente muy diversos: coeficientes de garantía obligatorios; dotación obligatoria de provisiones; inspecciones de las autoridades; fijación de límites y penalizaciones a ciertas inversiones (inmuebles, acciones...), a la distribución de beneficios, a la apertura de nuevas sucursales, y a la creación y el funcionamiento inicial de las nuevas entidades; fondos de garantía, normas sobre la información respecto a los riesgos que ofrece la clientela y sobre la contabilidad...
3. **El control de cambios** en las operaciones con los no residentes en el país en general y, dentro de él, el establecimiento de normas sobre la obtención de créditos exteriores, la realización de inversiones nacionales en el exterior y de los no residentes en el país...
4. **La facilitación de las operaciones financieras del Tesoro**, mediante el servicio de anotaciones en cuenta de la deuda pública, el de tesorería y la gestión financiera de la deuda pública.
5. **Idem. para las instituciones financieras** en general, y las bancarias en particular, a través de diversos servicios de compensación (cámaras y servicios electrónicos y telefónicos).
6. **La persuasión moral**: con ella se intenta convencer o persuadir a las entidades bancarias y financieras en general para que restrinjan sus préstamos a un grupo determinado de actividades o clientes, o, en general, para que actúen de

acuerdo con las indicaciones (verbales o escritas) del Banco Central.

7. La publicidad, asesoramiento o "**efectos anuncio**": consiste en dar a conocer las opiniones del banco central en diversos ámbitos (monetarios, financieros y económicos en general) para influir así sobre la expectativas de los agentes económicos y, en definitiva, sobre sus comportamientos, a través de diversos medios (informes económicos, conferencias, etc.).
8. **Las acciones directas**, o advertencias, sanciones, etc. a aquellos miembros del sistema financiero que incumplen las normas legales y/o administrativas vigentes.

III.- **LAS MODIFICACIONES RECIENTES EN LA ACTIVIDAD FINANCIERA COMO DETERMINANTES DE LA SITUACION ACTUAL Y PERSPECTIVAS FUTURAS DE LA POLITICA FINANCIERA DE LAS AUTORIDADES ECONOMICAS NACIONALES**

En efecto, la actividad financiera en general, y la bancaria como parte fundamental de ella en particular, han variado mucho, sin duda, en los últimos años, y continúan haciéndolo a ritmo acelerado todavía hoy, especialmente en los países más desarrollados (sin que además las perspectivas actuales permitan ver un cambio de tendencia). Durante décadas el sistema financiero fue notablemente estable, pero en los últimos tiempos está registrando modificaciones como nunca había conocido, que se han producido sobre todo, en

nuestra opinión, por la conjunción de cuatro fenómenos convergentes⁸:

1.- Porque el mercado en general (incluidos el financiero y el bancario) ha variado desde lo que puede denominarse una situación de oferta a otra de demanda. Y así, en la actualidad se ha abandonado la situación previa de predominio de los vendedores, que podían moldear a su gusto la demanda, para pasar a otra donde el consumidor ha recuperado (ante las dificultades presentes y la desconfianza en el futuro) el protagonismo.

2.- Porque los agentes económicos han madurado, tienen una experiencia mucho mayor y sus conocimientos económicos y financieros aumentan a gran ritmo; se trata, por tanto, de individuos más formados en temas económicos y financieros y más informados sobre estas cuestiones, que actúan cada vez más de forma muy diferente a como era corriente en tiempos no muy lejanos en estos países más desarrollados (y a como lo sigue siendo en los económicamente más atrasados).

⁸ Vid. J. Jané, "Cambios recientes en el negocio bancario", Intermoney, XII Jornadas de Mercado Monetario, 24 de mayo de 1985, ejemplar mecanografiado, págs. 1-13 y "Cambios en el sistema financiero", Revista de Economía nº 1, 1989, págs. 43-46. Vid. también L.A. Lerena, "Los cambios en el proceso de intermediación financiera", Situación nº 4, 1982, págs. 14 y ss.; E. Ballarín, "Evolución y revolución en el negocio bancario: una aproximación al caso español", Círculo de Empresarios, 4º trimestre de 1985, págs. 23-35; R. Polli, "Los grandes cambios en el entorno bancario", Instituto de Empresa, Madrid 1985, págs. 19-34; J.A. Sánchez Asiain, "Reflexiones sobre la banca: los nuevos espacios del negocio bancario", Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid, 26 de mayo de 1987, págs. 46-71; A. Torrero, "El sistema bancario en los próximos años", III Jornadas de Alicante sobre Economía Española, noviembre de 1988, conferencia mecanografiada y publicada en forma resumida en la Revista de Economía nº 1, 1989, págs. 71 y 72; J. Canals, "Estrategias del sector bancario en Europa: el reto de 1993", Ed. Ariel, Barcelona 1990, págs. 15-61; y el número 58 de Papeles de Economía Española, 1994, monográfico sobre "Entidades financieras y competitividad".

3.- Porque el progreso tecnológico ha adquirido igualmente un ritmo formidable, cuyas consecuencias llegan al sistema financiero a través de una doble incidencia: la interna, con una fuerte "cuaternarización" podríamos decir de su actividad, y la externa, con una creciente vulgarización de los productos y servicios financieros.

4.- Porque el tremendo avance tecnológico de la información y la comunicación y la liberalización de los movimientos internacionales de capitales, así como determinados procesos de integración económica (UE, NAFTA, MERCOSUR, etc.), entre otras causas, están facilitando también la mundialización de la economía y, dentro de ella, la internacionalización de las actividades financieras. Desde esta perspectiva cabe afirmar que actualmente no existen sistemas financieros cerrados o aislados, que estén a cubierto de las innovaciones financieras que tienen lugar en otras partes del mundo, como antes podía suceder.

La cuestión planteada, entonces, es: ¿cómo han afectado y afectan estos hechos al sistema financiero de los países más desarrollados? Y sobre todo, de especial relevancia para nosotros, ¿cómo inciden estas recientes modificaciones en la política financiera de las autoridades económicas nacionales?.

Para responder a estas dos cuestiones, podemos destacar como elementos fundamentales (y fuertemente interrelacionados) de la situación financiera hoy vigente en los países más desarrollados, los siguientes, sin orden de prelación.

En primer lugar, un acusado proceso de innovación financiera⁹, de rapidez e intensidad desconocidas anteriormente, que

⁹ Tan acusado que algunos especialistas hablan incluso de "ingeniería financiera".

se traduce en la casi continua aparición de nuevos intermediarios, mercados, activos y técnicas financieras y que ha sido la respuesta a fenómenos tan diversos como las crisis económicas de los años 70 y 90, la aceleración de la inflación, los mayores déficit públicos y exteriores, la incertidumbre, la liberalización de los sistemas financieros, las subidas de los tipos de interés, el desarrollo de la política monetaria, el avance de las comunicaciones y la informática, el aumento de los riesgos de tipo de cambio, etc.¹⁰.

Aunque pueden clasificarse de acuerdo con criterios diferentes¹¹, un simple recordatorio de las más importantes, distinguiendo entre¹² las innovaciones financieras puras (créditos a tipos de interés variable, opciones y futuros, seguros de prima única, swaps, bonos convertibles, cuentas bancarias combinadas, planes de pensiones, deuda subordinada, etc., entre las operaciones; emisiones cupón cero, al descuento, con respaldo bancario, etc., entre las técnicas; y aparición de sociedades hipotecarias, dealers, sociedades de garantía recíproca y de capital-riesgo, etc., entre los intermediarios) y las tecnológico-financieras (cajeros automáticos, tarjetas de plástico, banco en casa, terminales de puntos de venta, nueva tecnología de oficina...), creemos que es suficiente para

¹⁰ Vid. F. Gutiérrez y C. Chuliá, "La innovación financiera y las operaciones del sistema bancario", Boletín Económico del Banco de España, noviembre de 1988, págs. 21 y 22; y T.R.G. Bingham, "Innovation financière et politique monétaire". L'Observateur de l'OCDE nº 132, enero de 1989, pág. 24.

¹¹ Vid. por ejemplo J. Viñals, A. Bergés y F.J. Valero, "Innovación financiera, regulación e inversión: aspectos internacionales", Moneda y Crédito nº 190, 1990, pág. 148 y J. Canals, "Estrategias del sector bancario en Europa: el reto de 1993". op. cit., pág. 51 (y para el caso español, págs. 58 y 59).

¹² De acuerdo con J.M. Rodríguez Antón, "La innovación como estrategia bancaria", en E. Bueno y J.M. Rodríguez Antón (eds.), "La banca del futuro". Banco Hispano Americano, Ed. Pirámide, Madrid 1990, pág. 13.

constatar su gran número, diversidad y relevancia.

En segundo lugar, un proceso también importante de desintermediación financiera, consistente en la progresiva aparición de nuevos intermediarios financieros no bancarios y en la colocación directa de los títulos en los mercados por sus emisores a los ahorradores. Este proceso de desintermediación contribuye a reducir los costes de las emisiones y a incrementar los rendimientos que pueden obtenerse de ellas, al tiempo que exige a ambas partes una mayor experiencia y conocimientos económicos y financieros crecientes, para ser capaces de adaptarse a las nuevas condiciones estructurales en los mercados financieros¹³.

En tercer lugar, y en estrecha relación con los anteriores, un nuevo factor característico de la situación financiera actual es el gran reajuste que se está produciendo en los papeles de los distintos intermediarios financieros, incluidos los bancarios. Igual que estos últimos entran en negocios no bancarios, ante la dificultad de obtener suficientes ingresos a través de sus actividades tradicionales, el resto de los agentes financieros actúan cada vez más en el terreno bancario, e incluso las grandes compañías industriales o de servicios están entrando en el sector financiero.

La competencia en el sistema financiero ha alcanzado pues una intensidad antes desconocida. Las fronteras que tradicionalmente delimitaban el comportamiento de los distintos agentes se están

¹³ El fenómeno de la desintermediación financiera ha estado favorecido en los años setenta y ochenta por dos motivos: por una caída en los depósitos tradicionales en beneficio de la emisión de otros pasivos, algunos colocados directamente entre el público; y por un incremento en el déficit público, y su financiación vía títulos lanzados al mercado directamente. Vid. Instituto de Estudios Económicos, "Estudio Introductorio", Revista del IEE nº 2, 1986, pág. XV.

diluyendo, el campo de actuación se amplía poco a poco y ello exige que los participantes encuentren la especialización más adecuada a sus propias capacidades¹⁴.

En cuarto lugar, debe destacarse también como característica fundamental de la situación financiera actual, la mayor y creciente interrelación existente entre los grandes mercados financieros, que se ha hecho posible sobre todo gracias a la eliminación de los controles sobre los movimientos de capital, a la menor rigidez de la normativa sobre la colocación y emisión de bonos, a la expansión continuada de los mercados de eurodivisas y a las modificaciones en la normativa sobre el acceso a los mercados, tanto interiores como internacionales, así como a los ya citados considerables avances de la tecnología en ordenadores y en telecomunicaciones.

Por último, la creciente sensibilidad de los recursos financieros respecto a las variaciones de los tipos de interés; los mayores costes que esta sensibilidad implica; la mayor flexibilidad de los mercados financieros; los superiores niveles de riesgo existentes en muchas operaciones financieras, al ser las condiciones con las que operan las entidades financieras mucho más volátiles; la mayor dependencia de los ingresos de éstas de nuevas fuentes, como el sector público y los mercados monetarios; los cambios producidos en los hábitos financieros tradicionales de la clientela; la "titulización" (o conversión de un volumen considerable de créditos en títulos

¹⁴ En definitiva, la antigua división entre las diferentes instituciones financieras está disminuyendo fuertemente: ni la actividad bancaria sigue siendo exclusiva o casi de los bancos y cajas de ahorro, ni éstos tienen limitado su acceso a otras formas de actuación financiera, ante el fenómeno ya destacado de la creciente desintermediación, que se produce de forma generalizada a nivel internacional en estos momentos. También las fusiones y las creaciones de grupos financieros, integrados por entidades especializadas en los distintos ámbitos del negocio financiero, constituyen fenómenos representativos de esta realidad.

negociables), etc., son otros elementos, también relevantes, que caracterizan la situación financiera actual en los países más desarrollados.

Pero todos ellos difícilmente podrían entenderse, ni explicar suficientemente esta situación de los sistemas financieros más desarrollados, si no les añadimos un elemento adicional básico, desde nuestra perspectiva, aunque lo hayamos dejado para el final, como es la liberalización o desregulación financiera.

En efecto, paralelamente a todos los acontecimientos hasta ahora citados, las políticas financieras de las autoridades han actuado gradualmente en un sentido liberalizador, y así, entre otras medidas, se han reducido o eliminado los coeficientes obligatorios de inversión, se ha procedido a una reducción de las barreras que separan a las instituciones, se ha permitido una ampliación de los ámbitos geográficos de competencia de éstas, se han rebajado las condiciones de entrada aplicables a las instituciones financieras extranjeras, se ha otorgado una total o casi total libertad de tipos de interés y comisiones, se han eliminado o disminuido los controles de cambios, además de reducir o suprimir los techos cuantitativos al crecimiento del crédito.

En el cuadro 2, en cuyo análisis no entramos por no alargar en exceso esta lección, hemos resumido precisamente, a modo de ejemplo próximo, las medidas de estos tipos aplicadas en España en los últimos años, clasificadas por objetivos específicos: ampliar la competencia entre las entidades financieras, mejorar su control y solvencia, profundizar en el proceso de liberalización de nuestro sistema financiero y de su acercamiento a la normativa de la Unión Europea etc., la gran mayoría de ellas encuadrables dentro de esa filosofía liberalizadora.

**CUADRO 2: PRINCIPALES MEDIDAS DE LA POLITICA FINANCIERA
ESPAÑOLA DE LOS ULTIMOS AÑOS**

1.- Medidas dirigidas a ampliar la competencia entre las entidades financieras:

- Ley y Real Decreto de cooperativas de crédito (1989 y 1993).
- Regulación de entidades de crédito de ámbito operativo limitado (1991).
- Reorganización del holding banca pública (1991).
- Privatización parcial del holding banca pública (1993).
- Ley sobre subrogación y modificación de los préstamos hipotecarios (1994).
- Ley sobre Sociedades de Garantía Recíproca (1994).
- Ley que adapta la normativa española a la Segunda Directiva CE de Coordinación Bancaria (1994).

2.- Medidas tendentes a mejorar la solvencia y control de los intermediarios financieros:

- Creación de los Fondos de Garantía de Depósitos (1977 y 1982).
- Ley de intervención y disciplina de las entidades de crédito (1988).
- Ley de recursos propios (coeficiente de solvencia) y supervisión sobre una base consolidada de las entidades financieras (1992).
- Ley sobre prevención y control del blanqueo de capitales (1993).

3.- Medidas que tratan de mejorar la aplicación de la política monetaria y financiera:

- Reforma y reducción del coeficiente de caja (1983 y años siguientes).
- Creación de las letras del Tesoro (1987).
- Incorporación de la peseta al SME (1989).
- Creación de los certificados del Banco de España (1990).
- Ley de Autonomía del Banco de España (1994).

4.- Medidas que profundizan el proceso de liberalización:

- Liberalización de la entrada de la banca extranjera en España (1978).
- Liberalización de la apertura de sucursales de las entidades bancarias (1985 y 1988).
- Liberalización definitiva de los tipos de interés (1987).
- Supresión paulatina del coeficiente de inversión (1989).
- Normativa sobre inversiones extranjeras en España y españolas en el exterior (1992).
- Liberalización de los movimientos internacionales de capitales (1992).

5.- Medidas tendentes a mejorar la financiación de la economía y el funcionamiento de los mercados financieros:

- Creación del segundo mercado en la Bolsa de Madrid (1986).
- Creación del sistema nacional de compensación electrónica (1987).
- Creación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado (1987).
- Regulación de planes y fondos de pensiones (1987 y 1988).
- Ley de Reforma del Mercado de Valores (1988).
- Creación del mercado continuo (1989).
- Nueva regulación de las instituciones de inversión colectiva (1989).
- Emisión de deuda pública especial (1991).
- Regulación del mercado AIAF (1991).
- Regulación de los mercados oficiales de opciones y de futuros (1992).
- Creación de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y de los fondos de titulización hipotecaria (1992).

IV.- LA LIBERALIZACION FINANCIERA: EFECTOS Y RIESGOS

En resumen, pues, la política financiera llevada a efecto por las autoridades nacionales ha constituido un factor fundamental de este proceso de transformación de los sistemas financieros que

acabamos de describir, que ha tenido una intensidad excepcional y antes desconocida y que les lleva, en efecto, a una mayor competencia y un mayor riesgo.

Dicho de otra forma, la política financiera aplicada en los países más desarrollados en los últimos años (y la recomendada por los grandes organismos económicos internacionales: UE, OCDE, FMI, etc.) ha seguido una línea claramente liberalizadora, desreguladora, muy diferente a la tradicional, buscando así, como objetivo prioritario, el aumento de la competencia y de la innovación en los sistemas financieros, a través de las necesarias reformas en sus estructuras e instituciones, que acabamos de exponer.

Con ellas se buscaba producir importantes efectos positivos sobre el sector real de las economías nacionales¹⁵, como los siguientes. La supresión y/o reducción-simplificación de la reglamentación financiera y de las consiguientes distorsiones de precios en los activos deben normalmente, en primer lugar, permitir al ahorro orientarse hacia las formas de inversión más rentables, teniendo en cuenta los factores riesgo y liquidez. Además, la liberalización de los tipos de interés favorece el aumento del ahorro gracias a los niveles positivos que alcanzan los tipos de interés reales.

La liberalización debe facilitar también la aparición y el desarrollo de fórmulas de financiación especializadas, y de técnicas

¹⁵ Vid. J.A. Parejo, A. Calvo y J. Paúl, "Política Económica Estructural", ed. CEURA, Madrid, a publicar a comienzos de 1995: cap. 4. Vid. también A. Blundell-Wignall y F. Browne, "Macroeconomic consequences of financial liberalisation: a summary report", OCDE, Departamento de Economía y Estadística, París, febrero de 1991, págs. 6; Instituto de Estudios Económicos, "Cambios estructurales en los mercados financieros", Revista del IEE, nº 2, 1986, págs. 4-13 y X. Greffé, "Política Económica", Instituto de Estudios Fiscales, Madrid 1994, págs. 509-510.

financieras específicas, como el crédito hipotecario por las sociedades de crédito hipotecario, la prestación de garantías a las PYMES por las sociedades de garantía recíproca o de caución mutua, o la toma de participaciones en el capital de entidades que favorecen la innovación y el desarrollo empresarial por parte de las sociedades y fondos de capital riesgo.

Igualmente, la existencia de fuentes más diversas de financiación permite un más fácil acceso de las pequeñas y medianas empresas a la obtención de recursos financieros, así como a diversos sectores de la economía, como el exportador, el de bienes de equipo, la agricultura, etc. Y la apertura financiera al exterior favorece, en general, a todos los sectores internos al ampliar la oferta de recursos financieros disponibles¹⁶.

El gasto privado también se estimula, por un lado, de nuevo, al aumentar las fuentes de financiación y la competencia entre las entidades financieras, lo que reduce los tipos de interés cobrados por los préstamos y los créditos, y porque, finalmente, el proceso de innovación financiera, junto con el progreso tecnológico, permiten la mejora de los sistemas de pago¹⁷.

Ahora bien, una política financiera liberalizadora como la aplicada en los últimos años en los países más desarrollados, junto a estos posibles efectos positivos, derivados del aumento de la

¹⁶ Vid. B. Fischer y H. Reise, "Libéralisation des mouvements de capitaux dans les pays en développement: pièges, exigences et perspectives", Etudes du Centre de Développement, OCDE, Paris 1993.

¹⁷ La liberalización financiera no sólo afecta, sin embargo, al sector real de la economía. En las referencias bibliográficas citadas en la nota (15) pueden verse otras consecuencias importantes sobre los mercados e instituciones financieras y sobre la propia política monetaria y financiera.

libertad operativa y la competencia, también tiene sus riesgos. Sobre todo, el aumento de la fragilidad financiera que supone¹⁸, con el consiguiente peligro de provocar crisis financieras¹⁹, que implican consecuencias muy negativas sobre el conjunto de la economía nacional²⁰.

Riesgos que la propia política financiera debe tratar de evitar, estableciendo para ello las oportunas regulaciones.

¹⁸ Vid. M. Driscoll, "Deregulation, credit rationing, financial fragility and economic performance". OCDE, Departamento de Economía y Estadística, febrero de 1991.

¹⁹ Aunque existen distintas definiciones de las crisis financieras, una que destaca por su carácter global es la que las entiende como "una perturbación de los mercados financieros asociada típicamente con una caída del precio de los activos y con la insolvencia de deudores e intermediarios que se ramifica a través del sistema financiero, afectando negativamente a la capacidad de los mercados para asignar los recursos en la economía". Vid. B. Eichengreen y R. Portes, "The anatomy of financial crises", en R. Portes y A.K. Swoboda (eds.), "Threats to International Financial Stability", Cambridge University Press, 1987, pág. 10.

²⁰ A lo largo de la historia de los sistemas financieros de los países más desarrollados se han producido muchas y variadas crisis, de distinta intensidad. En general, crisis motivadas bien por el comportamiento de los banqueros, con conductas especulativas, concentración excesiva de inversiones y/o falta de profesionalidad; bien por el entorno, es decir por recesiones económicas, caídas en los mercados financieros internacionales, etc.; e incluso por políticas preventivas de las autoridades inexistentes o insuficientes. Vid. un tratamiento más amplio y completo en las obras de los profesores A. Cuervo, "La crisis bancaria en España", Ed. Ariel, Barcelona, 1988 y A. Torrero, "La crisis del sistema bancario: lecciones de la experiencia de Estados Unidos", Ed. Civitas, Madrid 1993, págs. 25-27.

Este último autor señala diversos factores que han provocado una mayor vulnerabilidad de los principales sistemas bancarios en los últimos años, entre los que incluye, en línea con lo que antes expusimos al respecto, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros, el riesgo creciente de tipo de interés, el gran endeudamiento de los agentes económicos, la elevada morosidad de las entidades financieras, etc.

V.- LA NECESIDAD DE REGULACION EN EL SISTEMA FINANCIERO

De hecho, los sistemas financieros nacionales han estado siempre regulados, con mayor o menor intensidad y de una forma u otra²¹, y aunque (a pesar de las importantes aportaciones teóricas producidas en los últimos años en este ámbito) no exista aún una teoría completa y suficientemente contrastada, que permita un examen riguroso de las razones y los efectos de la regulación en general y de la financiera en particular²², sino que nuestros conocimientos en este campo distan mucho de ser satisfactorios, podemos tratar de justificar la política de control y supervisión de las entidades financieras en general (y de las bancarias especialmente, por su naturaleza y su gran importancia relativa) en base a distintas argumentaciones específicas, tanto micro como macroeconómicas²³:

²¹ En términos generales, regular es imponer un límite o ciertas condiciones a la capacidad de acción de una empresa o de un agente económico cualquiera, por lo cual las posibilidades de regulación son extraordinariamente diversas y el grado de regulación de una empresa cualquiera va desde su nacionalización hasta su simple regulación interna, pasando por la regulación efectuada por instituciones supervisoras diversas. Vid. X. Freixas, "Fundamentación teórica de la regulación de los mercados financieros", Moneda y Crédito nº 190, 1990, págs. 14 y 15.

²² Vid. A. Meltzer, "La regulación de las instituciones financieras", Cuadernos Económicos de ICE nº 21, 1982, pág. 7.

²³ Vid. J.C.R. Dow e I.D. Saville, "A critique of monetary policy", Ed. Clarendon Press, Oxford 1990, págs. 163-165; R. Botas, "Prólogo", Cuadernos Económicos de ICE nº 21, 1982, págs. 3 y 4 y A. Meltzer, "La regulación...", op. cit., págs. 8-11. Vid. también en el mismo sentido A. Torrero, "Internacionalización bancaria y nuevas formas de regulación", Economistas nº 16, octubre de 1985, págs. 15 y 16; X. Vives, "Desregulación y reforma regulatoria en el sector bancario", Papeles de Economía Española, nº 58, Madrid 1994, págs. 2 y 3; G. Gil, "Una nota sobre la regulación", Información Comercial Española nº 723, 1993, págs. 99-105 y S. Ubiría, "La regulación y supervisión en el ámbito del mercado de valores", en el mismo número de esa revista, págs. 120-130.

a) Desde la perspectiva microeconómica, su condición de tomadores de recursos financieros en general (y en particular de depósitos, las entidades bancarias) confieren a las instituciones financieras cierta singularidad y, por tanto, plantean la necesidad de una vigilancia por parte de las autoridades, también especial, para garantizar la seguridad de dichos recursos, sobre todo en épocas de crisis económica.

Recuérdese en este sentido que el negocio financiero, y especialmente el bancario, está basado en la confianza, lo que implica que un simple rumor negativo, fundamentado o no, puede tener una resonancia enorme y puede perjudicar gravemente a cualquier entidad bancaria; y con el nivel de interrelaciones que existen entre ellas, un fenómeno de pánico puede tener unas consecuencias imprevisibles.

b) Desde un punto de vista macroeconómico, estos intermediarios desempeñan un papel central de intermediación en el mantenimiento de la actividad económica: la existencia de un sistema financiero (y en especial de un sistema bancario) sano es esencial, pues, para el desarrollo de la economía nacional e internacional.

c) Desde esta misma perspectiva, dado que el nivel de préstamos y de depósitos del sistema bancario especialmente ejerce una influencia importante sobre las variables macroeconómicas fundamentales, es necesario que las autoridades monetarias y financieras puedan controlar el nivel de ciertas partidas críticas de su balance.

Debe recordarse también en este ámbito que el sistema bancario puede crear dinero (el dinero bancario o depósitos a la vista) y dado que éste es un bien público y que además la política

monetaria se ejerce a través de la liquidez y la estructura de precios del sistema bancario, la regulación sirve para optimizar el valor del dinero como un bien público y para garantizar la eficacia del mecanismo de control monetario.

d) Una nueva razón procede también del propio papel de intermediario de las entidades financieras (recogen fondos de los agentes con excedentes y los canalizan hacia los agentes con déficit). Esta función es de una importancia fundamental para cualquier economía, como es sabido, pero, a diferencia de otros mercados, la optimalidad no se puede garantizar mediante la competencia libre y sin ninguna regulación. La información asimétrica entre los depositantes y las entidades bancarias y entre éstas y los prestatarios hace que los contratos sean incompletos. Por lo tanto los depositantes no pueden vigilar eficazmente a aquéllas, ni las instituciones bancarias pueden vigilar eficazmente a los prestatarios. La selección adversa puede ocurrir en ambos lados.

e) Los efectos económicos de las políticas seguidas por las entidades bancarias tardan en manifestarse y cuando lo hacen pueden explotar de forma violenta. Esta circunstancia tiene gran trascendencia para las entidades bancarias, porque produce dos efectos; el primero, que las pérdidas acumuladas pueden llegar a ser muy importantes y constituir un problema económico de gran magnitud; el segundo que ante una situación desesperada se fomentan las actuaciones especulativas para intentar salvarla, y en un marco de dura competencia este ejemplo puede ser seguido por entidades bancarias en mejor posición, con objeto de no perder mercado.

f) La conveniencia de precisar con exactitud a veces los ámbitos de actuación de los diferentes tipos de intermediarios

financieros (compañías de seguros, entidades de depósito, sociedades de valores, leasing, etc.), así como la eliminación de monopolios financieros de carácter local, precisan también ciertas medidas regulatorias.

g) Los grandes conglomerados financieros que operan en diferentes actividades y países precisan también de un control en sus actividades, que escapa del propio ámbito nacional, precisando una adecuada coordinación entre las autoridades de los distintos países, para vigilar y garantizar así la estabilidad del sistema financiero internacional.

Y todas estas argumentaciones siguen siendo válidas en la actualidad, por lo que la necesidad de regulación en los sistemas financieros sigue vigente. Eso sí, una regulación diferente en un marco liberalizador como el que hemos venido describiendo en nuestra exposición previa, tan distinto del que tradicionalmente acogía a la política financiera.

Vamos precisamente a continuación, en la parte final ya de esta lección inaugural, a tratar de precisar su contenido y características fundamentales.

VI.- CONCLUSIONES: EL NUEVO ENFOQUE DE LA POLITICA FINANCIERA

La política financiera está siendo objeto actualmente, en efecto, de un nuevo enfoque, que tiene pocos visos de modificarse sensiblemente además en el futuro inmediato (más bien, diría yo, por el contrario, que todo apunta hacia su consolidación) y que nos permite caracterizarla, en resumen, como relativamente más

importante en el conjunto de los instrumentos de la política económica; como necesariamente más coordinada con el resto de las políticas instrumentales nacionales y más coordinada también a escala internacional; como más estructural y cualitativa si cabe; y como relativamente más orientada en sus preocupaciones hacia el logro de la estabilidad monetaria y financiera, objetivo inmediato al que dirige sus instrumentos hoy fundamentales (las políticas de control y solvencia de las entidades financieras, sobre todo).

Relativamente más importante en el conjunto de los instrumentos de la política económica, en primer lugar, por la creciente relevancia de los temas de los que se ocupa y de los ámbitos a los que afecta, como creemos ha quedado patente en nuestra exposición previa. Y en segundo lugar, sobre todo, en nuestra opinión, porque las reformas estructurales han ido ganando terreno en ese conjunto a las políticas estabilizadoras o coyunturales desde mediados los años setenta. Y la política financiera, recordémoslo, tiene naturaleza básicamente estructural.

En efecto, aunque en cualquier programa de política económica, desde que ésta surgió al alcanzar niveles significativos la intervención económica estatal, se han incluido medidas de ambos tipos, tradicionalmente han sido las acciones coyunturales las más numerosas e importantes, quedando con frecuencia las reformas estructurales como simples intenciones de las autoridades.

Esta política coyuntural (con claro predominio de las medidas fiscales o de las monetarias, según los países y períodos históricos considerados) aunque aplicada con bastante éxito a nivel internacional en los países más desarrollados durante casi cuatro décadas, comenzó sin embargo a resultar insuficiente ya a mediados de los años setenta, cuando surgen importantes problemas

económicos de raíz estructural²⁴. cuya solución requiere también la aplicación de profundas reformas estructurales e institucionales. Es decir, lo que la OCDE denominaba una política de ajustes positivos²⁵, dirigida a transformar ciertos sectores y actividades económicas importantes, para redimensionarlos, adaptarlos a una mano de obra y energía más caras, flexibilizarlos, facilitar la incorporación en ellos del progreso técnico y, en definitiva, modernizarlos²⁶.

Y puede decirse que, pese al auge económico de la segunda mitad de los ochenta, aún hoy persiste una situación de este tipo en los países económicamente más avanzados, con problemas de paro estructural, de inflación estructural, de déficit público estructural..., ante los que las políticas a corto plazo muestran su insuficiencia y ante los que vuelve a surgir la necesidad de aplicar importantes reformas estructurales en los mercados de trabajo, en el sector público, en la industria, en el comercio exterior, en el sector servicios... y también en los sistemas financieros, reformas defendidas con más o menos intensidad por los principales organismos

²⁴ El "Editorial" de la revista Papeles de Economía Española nº 15 de 1983, págs. VII-XII, destacaba concretamente entre ellos el rápido proceso de innovación tecnológica (causa de la crisis y al tiempo clave para darle solución); la existencia de mecanismos institucionales concebidos, programados y adaptados a la época de prosperidad de 1951 a 1973, pero inservibles para la crisis posterior; y la modificación decisiva de la estructura de costes y precios relativos de los factores de producción, derivada de las crisis de la energía y materias primas, sobre todo.

Obsérvese la pervivencia de algunos de ellos en la época de crisis actual.

²⁵ Vid. especialmente OCDE. "Politiques d'ajustement positif: maîtriser le changement structurel", París 1983.

²⁶ Esta política microeconómica no se planteaba, pues, como sustitutiva de las políticas de ajuste global macroeconómico (monetarias, fiscales, de rentas, etc.) sino como complementaria, pero de gran relevancia.

económicos internacionales²⁷ y dirigidas, como hemos comprobado en el caso de la que afecta a los sistemas financieros, en sentido claramente liberalizador²⁸.

Se piensa actualmente de forma generalizada, pues, en este ámbito, que a las políticas estabilizadoras les sigue correspondiendo un papel relevante en la tarea de corregir los desequilibrios macroeconómicos generales²⁹, para lograr un marco de estabilidad de la economía, propicio para la realización de las inversiones, en el que deben apoyarse las ganancias de competitividad, pese a las crecientes dificultades a las que deben hacer frente³⁰; pero que deben complementarse inexcusablemente con políticas estructurales, como la financiera, que permitan a estas economías resolver los problemas graves y de raíz estructural que les afectan, ser más

²⁷ Vid. OCDE, "Assessing structural reform: lessons for the future", Paris 1994; FMI "World Economic Outlook", Washington 1994 y CEE, "Crecimiento, competitividad y empleo: retos y pistas para entrar en el siglo XXI", Libro Blanco, Bruselas, diciembre de 1993.

²⁸ Vid. la "Introducción Editorial" y el contenido en general (en especial, quizás, los artículos de M.A. Fernández Ordóñez, J. Segura, A. Cuervo, J. Viñals y A. González Romero-A. Petitbó) del nº 56 de 1993 de Papeles de Economía Española, para comprobarlo.

²⁹ Ibidem.

³⁰ La política fiscal, en una situación de déficit público tan elevado en proporción al PIB, en gran medida estructural además, y con un enorme volumen de deuda pública en circulación, poco puede hacer, en efecto, como instrumento de acción coyuntural en su manejo de los ingresos y gastos públicos. La política monetaria, por su parte, pierde indudablemente autonomía y eficacia con una intensa movilidad internacional de capitales y tipos de cambio más o menos fijos. Y la política de rentas, en un clima económico-social y político de enfrentamiento entre los agentes sociales, tan habitual en los últimos tiempos (y al que colabora la política estructural liberalizadora ya citada de los gobiernos), que impide o dificulta el pacto entre ellos, tampoco mantiene su eficacia de antaño.

competitivas y adentrarse en un proceso de desarrollo sostenible³¹, políticas cuya mayor importancia relativa en la actualidad en el conjunto de la política económica queda pues patente.

En el caso de la política financiera, además, esta mayor relevancia se justifica también³² por el destacable papel que juegan los mercados financieros en el proceso de ajuste estructural: en primer lugar, cumplen una función clave, como ya se ha dicho, en la canalización de los recursos de los ahorradores hacia los mejores proyectos de inversión; en segundo lugar, contribuyen a las transferencias y desarrollo de activos, necesarias para la instauración de estructuras organizativas más eficientes; además, ejercen un control permanente sobre la eficacia de la gestión empresarial; y, por último, juegan un papel activo en el cambio estructural, en el desarrollo de ramas y tecnologías nuevas y en la redistribución internacional de los recursos procedentes del ahorro.

Esta "nueva" política financiera resulta también, por otro lado, más necesariamente que nunca, más y mejor coordinada con las demás ramas de la política económica, tanto estructural como coyuntural. Seguimos manteniendo, pues, en línea con lo que acabamos de exponer, la necesidad de adoptar un "enfoque integrado" en la formulación y aplicación de la política económica³³,

³¹ Desarrollo sostenible 'tanto desde el punto de vista de la eficacia del triángulo crecimiento-competitividad-empleo, como en relación con el medio ambiente y la mejora de la calidad de vida', en palabras textuales de la CE. Vid. su Libro Blanco ya citado, pág. 19.

³² Vid. OCDE, "Ajustement structurel et performance de l'économie". París 1987, pág. 185.

³³ Vid. A. Fernández Díaz, L. Rodríguez Sáiz y J.A. Parejo Gámir. "Curso de Política Económica". ed. AC, 2ª ed. Madrid 1993. págs. 7-8.

que debe suponer, especialmente en épocas de profundos y duraderos desequilibrios, como la actual, el empleo conjunto y coordinado de medidas de naturaleza muy diversa³⁴: tanto estructurales como coyunturales, tanto monetarias y financieras como fiscales y/o de rentas, etc.

Y también ha de estar más y mejor coordinada a nivel internacional, a la vista de la mundialización ya destacada de las economías, especialmente intensa en los sistemas financieros. En este sentido, se armonizarán cada vez más las legislaciones financieras de los distintos países³⁵, de forma que pueda facilitarse el control por parte de las autoridades nacionales; aumentará la coordinación nacional e internacional entre los supervisores bancarios y los reguladores de otros intermediarios financieros y se potenciarán los servicios de control y vigilancia de las autoridades nacionales, y se adaptarán a las nuevas circunstancias³⁶. Procesos todos ellos ya iniciados en los últimos años y que se intensificarán en el futuro próximo.

Finalmente, se trata también de una política financiera "distinta", en el sentido de que abandona su fuerte intervencionismo tradicional en el ámbito de la asignación eficaz de los recursos financieros, objetivo cuya consecución se deja ahora en manos del mercado, al que se considera más eficiente para ello, y por tanto se

³⁴ Medidas que no son por tanto sino partes de un todo común (la política económica), aunque con frecuencia las separemos artificialmente, pero sólo por motivos pedagógicos.

³⁵ Proceso que ya ha conducido a una equiparación evidente en este campo. Vid. J.A. Parejo, A. Calvo y J. Paúl, "El sistema financiero en los países de la CE", ed. AC, Madrid 1993, para comprobarlo.

³⁶ Vid. A. Fernández Díaz y otros, "Teoría y política monetaria", op. cit., pág. 135.

le conceden a los sistemas financieros altas dosis de libertad en su funcionamiento, a través de las múltiples medidas liberalizadoras o desreguladoras ya citadas.

Ahora bien, como lógica contrapartida a esta mayor libertad operativa, se imponen a los intermediarios financieros mayores niveles y garantías de solvencia y se intensifican su control y supervisión, así como la vigilancia e inspección de los mercados y operaciones financieras, tanto nacionales como internacionales. Todo ello para mantener la estabilidad financiera del sistema, que pasa a convertirse, pues, en el objetivo inmediato básico de la política financiera.

En consecuencia, la "nueva" política financiera, es decir, la aplicada en los momentos actuales y la que previsiblemente seguirá utilizándose en el futuro, supone un mucho menor énfasis en el empleo de normas de control selectivo del crédito y controles de cambios y una mayor y creciente importancia de sus demás instrumentos, sobre todo de las políticas de control y solvencia de las entidades financieras, así como de supervisión de los mercados y operaciones financieras.

Desgraciadamente, fenómenos tales como el empleo de información privilegiada en las operaciones financieras; la especulación egoísta en los mercados financieros; el blanqueo del dinero procedente de operaciones ilegales (tráfico de drogas, de armamento, etc.); la financiación ilegal de los partidos políticos; cuando no la corrupción político-financiera, forman parte de nuestra realidad cotidiana y ponen de manifiesto la necesidad de contar en la actualidad con un conjunto de normas que regulen satisfactoriamente estas situaciones, que las prevengan y sancionen, recogiendo las grandes líneas de la ética en materia económica o empresarial en

general y financiera en particular³⁷.

Situaciones como éstas, en efecto, disminuyen la estabilidad financiera y económica del sistema, perjudican a su funcionamiento eficaz y en definitiva "socavan el desarrollo armónico y equitativo de toda sociedad". haciendo preciso que las autoridades adopten cuantas medidas sean necesarias, en forma de estímulos, frenos o sanciones, para evitarlas³⁸. En palabras textuales de la Encíclica **Centesimus Annus**, "La actividad económica, en particular la economía de mercado, no puede desenvolverse en medio de un vacío institucional, jurídico y político. Por el contrario, supone una seguridad que garantiza la libertad individual y la propiedad, además de un sistema monetario estable y servicios públicos eficientes. La primera incumbencia del Estado es, pues, garantizar esa seguridad, de manera que quien trabaja y produce pueda gozar de los frutos de su trabajo y, por tanto, se sienta estimulado a realizarlo eficiente y honestamente. La falta de seguridad, junto con la corrupción de los poderes públicos y la proliferación de fuentes ilícitas de aumento del patrimonio familiar y de beneficios fáciles, basados en actividades ilegales o puramente especulativas, es uno de los obstáculos principales para el desarrollo y para el orden económico"³⁹.

³⁷ Vid. en este sentido G. Peces-Barba. "Sobre la ética de los negocios y la economía", ABC. 22 de octubre de 1994, pág. 3.

³⁸ Vid. las palabras en este sentido del Arzobispo E. Benavent, en su "Prólogo" a la obra "Once grandes mensajes", Biblioteca de Autores Cristianos. 15ª ed., Madrid 1993. págs. 8-9. Vid. también las del profesor J.L. Pérez de Ayala. "La Encíclica **Centesimus Annus**: orientaciones sobre el destino universal de los bienes de la tierra", en el libro "Commemoración del centenario de la Encíclica **Rerum Novarum**", Asociación Católica de Propagandistas, Madrid 1992, págs. 93 y ss.

³⁹ **Centesimus Annus** (48). Por su parte, la Encíclica "**Populorum Progressio**" (24) ya afirmaba que "las especulaciones egoistas deben ser eliminadas". Recogidas ambas en la obra ya citada de la BAC, "Once grandes mensajes".

La "nueva" política financiera tiene, pues, en la corrección de estos fenómenos, un claro motivo de preocupación y un ámbito de actuación muy importante, así como una razón adicional de su vigencia y relevancia, desde una perspectiva no sólo técnico-económica sino incluso ética y moral.

En definitiva, y con eso quisiera terminar esta lección inaugural del curso 1994-95 en los Centros de la Fundación Universitaria San Pablo (C.E.U.), la importancia e interés de su contenido; las diversas perspectivas desde las que cabe considerarlo; su permanente actualidad; su carácter tan dinámico, tan rápida y continuamente cambiante, que obliga, pero también estimula, a una actualización diaria de nuestros conocimientos sobre ella..., entre otros factores, hacen que la política financiera sea también, además de todo lo ya dicho sobre ella, un campo de estudio e investigación verdaderamente apasionante.

He dicho.