



EL DIRECTOR  
DE LA REAL SOCIEDAD ECONOMICA DE AMIGOS DEL PAIS

Se complace en invitar a Vd. a la Conferencia que, dentro del Ciclo "El Sistema Financiero Español y la Economía Valenciana," se celebrará el día 3 de Diciembre, a las 19'30 horas, en los locales de esta entidad, Plaza de Nules, 2 a cargo de

*D. Raimundo Poveda Anadón*

DIRECTOR GENERAL ADJUNTO BANCO DE ESPAÑA

Sobre el Tema  
"INNOVACION FINANCIERA Y POLITICA BANCARIA"

Valencia, Diciembre 1.987.

## INNOVACIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA BANCARIA

Los mercados de capitales, y las entidades financieras que operan en ellos, están viviendo una época de fuertes cambios, que afectan a todos los aspectos de su actividad. Hay cambios en el marco institucional del mundo financiero; en la estructura de la demanda y la oferta final de fondos, y, por consiguiente, en la estructura de los flujos de fondos, intermedios o no; en las grandes tendencias de la coyuntura económica; en las técnicas administrativas disponibles.

Las innovaciones en materia de instrumentos financieros son, sobre todo, una consecuencia de esos cambios básicos. Los nuevos productos, como suele llamarse a los nuevos contratos, o conjuntos de contratos, o conjuntos de contratos y técnicas administrativas, que han ido apareciendo en el mercado en la última década tratan de dar respuesta a las necesidades derivadas de nuevas situaciones o circunstancias, así como de aplicar las nuevas posibilidades que ofrece la tecnología, y en particular la informática y las comunicaciones. En ese sentido, esos productos son hijos de su tiempo: acompañan a las circunstancias que les dan origen, y, naturalmente, no tendrían por-qué sobrevivirles.

¿Cuáles son esos nuevos instrumentos? La novedad suele ser un concepto relativo, que se refiere a un aquí y un ahora determinados. Si pensamos en los productos financieros que no existían en la década de los setenta y existen ahora, acuden a la memoria muchas cosas. Algunas no tienen nada de nuevo desde el punto de vista teórico o conceptual, o desde la práctica de otros países. Otras son nuevas incluso en el sentido, más restringido, de haber aparecido reciente-mente en los mercados avanzados. Otras no muestran su novedad en los títulos o contratos usados, sino en las técnicas administrativas em-pleadas, lo que puede modificar las características económicas de aquellos contratos de forma importante. Con un criterio amplio, la lista de novedades se hace larga y puede incluir:

- a) las deudas públicas a corto o medio plazo;
- b) las operaciones de compraventa con pacto de retrocesión, que en su mayoría causan sobre deudas públicas a corto o medio plazo, pero que pueden hacerlo sobre casi cualquier tipo de activo; algunos analistas, atendiendo más a su naturaleza económica que a su esencia contractual, tienden a considerarlas como una especie de pignoración informal de fondos públicos;

\* Conferencia celebrada en los locales de la R.S.E.A.P. el día 3 de diciembre de 1987.

- c) los pagarés de empresa, con todas sus variantes: con o sin líneas de apoyo, intermediados o de emisión directa, ofrecidos continuamente, ofrecidos en subasta singular, u ofrecidos en subastas encadenadas;
- d) los endosos de letras, un producto que tuvo corta vida pero que es útil para recordar en el marco de esta intervención;
- e) las infinitas modalidades de cuentas líquidas y rentables que combinan, o combinaron hasta la liberalización definitiva de los tipos de interés, depósitos puros con inversiones líquidas;
- f) las no menos infinitas modalidades de cuentas no líquidas y rentables, dirigidas al ahorro a largo plazo; éstas se combinan, a veces, con seguros;
- g) los pagarés bancarios, pasivos movilizables a descuento que merecen una categoría propia por el volumen que alcanzaron; también parecen ser una especie de extinción;
- h) los seguros a prima única, que sólo una mirada muy aguda consigue distinguir de unos depósitos a medio plazo:
- i) las cédulas hipotecarias, las participaciones hipotecarias, las participaciones en créditos, y en general los diferentes miembros de la gran familia de la titulación de activos (si me permiten un neologismo que prefiero al anglicismo securitización); esto es, operaciones en las que un intermediario financiero moviliza una gran operación, o una masa homogénea de operaciones, mediante la creación de unos instrumentos financieros que incorporan algunos, o muchos, o quizás todos los derechos de la operación o la masa de operaciones original, aunque con dimensiones adaptadas a la garganta del inversionista;
- j) los créditos sindicados, que en su versión doméstica son los sucesores ab intestato de las antiguas emisiones de obligaciones computables en el coeficiente de inversión;
- k) los créditos, bonos, y demás operaciones, activas o pasivas, a tipo variable, con todas las modalidades imaginables a la hora de definir las reglas de variación de los tipos y de señalar los tipos de referencia a cuyo movimiento se liga el de la operación; su variabilidad puede, o no, estar acotada:
- l) las financiaciones subordinadas y los créditos participativos, operaciones introducidas en nuestro sistema más como soluciones vergonzantes de problemas intratables que como opciones financieras de la vida usual de los negocios;
- ll) las operaciones de leasing;
- m) las operaciones de bolsa a crédito de dinero o de valores;
- n) los futuros puros de valores, que son todavía un instrumento del futuro;
- ñ) las opciones sobre valores, que no son tan de futuro si recuerdan que bastantes emisiones incorporan una opción de recompra a favor del emisor, una opción escasamente explicitada en la propaganda de los emisores, pero que ha producido algunos disgustos a los inversionistas cuando los tipos de interés empezaron a bajar;
- o) las opciones sobre divisas (pero yo no incluiría en la lista las operaciones a futuro de divisas, solas o ligadas con operaciones de contado de signo contrario, que ciertamente no pueden considerarse una novedad de la última década);
- p) los acuerdos de aseguramiento de tipos de interés;
- q) los intercambios de flujos de intereses.

No quiero agotar el alfabeto, aunque la lista podría seguir, y admite fácilmente subdivisiones. No he olvidado las operaciones que suelen designarse con curiosas siglas y nombres ingleses, más por afán de coleccionismo de trivialidades que por necesidad: están en la lista, aunque castellanizadas. Sí he excluido, con criterio que puede ser

discutible, los productos que son, en su esencia, nuevos vehículos técnicos o administrativos de viejos contratos: tarjetas para la utilización electrónica de cuentas, tarjetas de crédito, títulos representados por anotaciones en cuenta.

Una lista extensa sirve mejor a los propósitos de estudiar la actitud de las autoridades financieras en relación con los nuevos instrumentos, que una lista compuesta exclusivamente de cosas todavía inexistentes en nuestro mercado, o tan marginales que no han provocado una reacción reguladora. Ya que así podremos ver cuáles han sido, realmente, los criterios y actitudes que ha ido adoptando la autoridad, y sacar conclusiones de la experiencia.

Puede sorprender a algunos que haya encabezado la lista con algo tan prosaico y conocido como son las deudas públicas a corto o medio plazo. Pero creo que tienen méritos sobrados para figurar en ella. Aparte del hecho de que las deudas a corto destinadas al gran público son recientes en nuestro país, sucede que su irrupción en el mercado se ha producido con volúmenes elevadísimos, que han alterado las estructuras de los mercados de capitales: ello ha creado una nueva rama en el negocio de la mediación de valores, con sus intermediarios especializados; y ha inducido la aparición de otras operaciones de la lista, sea porque son auxiliares de esos títulos, sea porque se fundamentan en ellos, como es el caso de las compraventas con pacto de retrocesión, o de algunas cuentas combinadas, sea como armas de defensa de los intermediarios para seguir atrayendo fondos a pesar de la competencia de los títulos públicos, como sucede con los pagarés bancarios. Debemos convenir que el mayor impulsor de la innovación financiera en España no ha sido el ingenio de los técnicos, sino el déficit público. Seguido, quizás, de la gran inflación de la segunda mitad de los setenta y primeros ochenta, cuyo flujo y reflujo tanto afectó a los niveles de tipos de interés nominales, lo que produjo a su vez varias innovaciones instrumentales de carácter defensivo contra el riesgo de tipo de interés.

Evidentemente, las relaciones entre la política financiera y toda esa gama diversa de instrumentos han de ser complejas. La autoridad financiera puede adoptar cuatro actitudes básicas ante los nuevos instrumentos. Primero, puede jugar un papel de impulsora activa. Segundo, puede adoptar una postura neutral, indiferente o permisiva. Tercero, puede aceptar el desarrollo del instrumento, pero regulándolo y sometándolo a control por razones de interés público. Y cuarto puede, finalmente, prohibirlo. Todas esas son actitudes deliberadas. Pero, además, puede jugar un papel involuntario como impulsora pasiva del instrumento financiero, cuando éste tiene por objeto explotar agujeros inadvertidos, y no pretendidos, en la normativa.

Empecemos por este último, y poco atractivo, papel. Los intermediarios financieros se mueven en un mundo intensamente regulado por normas que tratan, entre otras cosas, de asegurar su solvencia, o conseguir el control monetario, u orientar selectivamente los flujos financieros. Además ellos, y sus clientes, viven sujetos al imperio de la normativa fiscal. Esas normas reducen la libertad de los operadores y la rentabilidad de las operaciones; por tanto provocan resistencias y han de tener carácter coercitivo. Como normas coercitivas que son, han de referirse a la realidad de forma concreta y precisa; no es sensato dar juego a la libre interpretación. Pero, naturalmente, la realidad es compleja y fluctuante, y las normas difícilmente logran abarcar todos sus supuestos. Hay, pues, una tendencia natural de los operadores de los mercados a explorar supuestos o, en este caso, operaciones que tengan efectos económicos análogos a las

operaciones sujetas ex-presamente a la ley, pero que, por no estar previstas, o mencionadas en ella, escapan de su rigor. Desde luego, no hay que confundir la explotación de los agujeros legales, respetando la letra pero vulnerando el espíritu de la norma, con la explotación de las exenciones que la ley prevee para favorecer o fomentar ciertas operaciones. Aunque a veces no sea fácil hacer esa distinción: la memoria de los políticos es corta, y cosas que un día se consideran como útiles exenciones, el siguiente se presentan como agujeros nefastos.

Algunas operaciones de la lista han nacido, en todo o en parte, para eludir coeficientes de caja o de inversión, ratios de solvencia, o impuestos. Ese es el caso de muchas operaciones de movilización de cartera (cesiones temporales, endosos, transferencias o participaciones en créditos) especialmente cuando se trata de operaciones a corto plazo en las que el riesgo de insolvencia no juega un papel destacado, o cuando la movilización va acompañada de una garantía personal del transmíteme; y también, de algunos nuevos pasivos de los inter-mediarios, como los pagarés bancarios, nacidos exclusivamente por motivaciones fiscales; o, hasta cierto punto, los empréstitos, cuando éstos no contaban en la base de los coeficientes monetarios. El fenómeno de la desintermediación promovida por los propios intermedia-rios refleja también, en alguna medida, la guerra privada contra los coeficientes.

Una innovación financiera que responda única y exclusivamente a ese motivo puede ser tachada de espúrea. Es claro que la reacción de las autoridades financieras, en tal caso, sólo puede ser una: ajustar la letra de sus leyes y reglamentos al espíritu de la ley. Y así, las normas fiscales serán revisadas una y otra vez para evitar la evasión de impuestos: en el terreno de la innovación financiera, la revisión se llama Ley de Activos Financieros. En cuanto a las normas sobre coeficientes, extenderán sus coberturas de forma progresiva a toda clase de pasivos, e incluso a operaciones fuera de balance que puedan ser sustitutivas de pasivo, y de paso, a las nuevas categorías de intermediarios que van surgiendo: ésta es la labor, y la justificación prin-cipal, de la Ley de Coeficientes de Caja de Intermediarios Finan-cieros.

Ese duelo entre los intereses privados y los públicos es una historia interminable. A medida que se tapan agujeros, esto es, que se gene-ralizan las definiciones y criterios de las normas coercitivas, y que se alargan las listas de supuestos específicos cubiertos, van surgiendo otros no contemplados, gracias a la imaginación de los operadores del mercado. En conjunto, sin embargo, no es una batalla perdida para el bando de la Ley: cada vez los agujeros van siendo más estrechos y menos eficaces, al tiempo que la capacidad de reacción y la velocidad de respuesta de las autoridades es mayor. Compárese, por ejemplo, la rigidez de las antiguas normas sobre coeficientes de caja e inversión, que sólo permitían su aplicación a clases muy determina-das de operaciones y de entidades, con la amplitud y flexibilidad de las nuevas, que establecen una definición general de amplio alcance, y ceden al desarrollo reglamentario, mucho más ágil, la concreción de los supuestos cubiertos por los coeficientes en su aplicación cotidiana.

Hay, sin embargo, una filtración que no se puede tapar: cuando los coeficientes son suficientemente severos (y esto no es una mera cuestión de nivel, como a veces parece darse a entender, sino una resultante de su nivel más su remuneración), entonces tiene lugar una auténtica desintermediación, en la que los intermediarios son expulsados, y la situación escapa así del control de las autoridades. Lo que, en la práctica, ha obligado a

las autoridades a reducir la gravosidad de los coeficientes, eliminando el de inversión y remunerando el de caja.

Algunas de las innovaciones de la lista que pertenecen por pleno derecho a esta categoría de espúreas, han pasado ya a mejor vida cuando han empezado a sufrir su dosis correspondiente de tributos y de coeficientes. Esta es la mejor prueba de su artificialidad. Otras, en cambio, subsisten aunque quizás con menos pujanza. En tal caso, están cumpliendo algún fin útil en el mercado y no merecen ese ad-jetivo denigratorio.

Decíamos que la autoridad puede adoptar, deliberadamente, un papel promotor o impulsor de innovaciones financieras, cuando con-sidera que una determinada innovación mejorará la distribución de flujos financieros y la eficacia (en términos de rentabilidad social) del mercado. Así, favorece ante todo aquellos productos financieros que facilitan su propia financiación, como es el caso de las deudas públicas y de las cesiones con pacto de recompra de deudas públicas. Pero también favorece determinados productos financieros privados de los que espera que incrementen el aporte de fondos a tal o cual sector, actividad, o incluso estamento empresarial. Algunas veces la legislación llega al extremo de diseñar y fomentar nuevas clases de entidades privadas que, se supone, van a cumplir funciones nuevas que aumentarán la eficacia de los mercados de capitales en general, y su capacidad de servicio a ciertas finalidades seleccionadas, en particular. Entre esos productos, citemos las cédulas hipotecarias, las operaciones de leasing, las operaciones de seguros relacionados con la vida, las financiaciones subordinadas; y, entre las entidades nacidas recientemente de la voluntad del legislador o de la autoridad financiera, las sociedades de crédito hipotecario, las sociedades de garantía recíproca, las sociedades mediadoras del mercado de dinero.

Las formas de estimular estas innovaciones son las exenciones fiscales, a veces por la vía, un tanto esquizoide, de reponer la opacidad fiscal de las operaciones favoritas; las exenciones de coeficientes; y la exención de la intervención de los agentes mediadores o fedatarios públicos en las operaciones con valores, intervención aún obligatoria si no se dice otra cosa. Esos estímulos pueden aplicarse tanto a las operaciones como a las entidades que se pretende favorecer.

El destino de quienes confían en estas ayudas es arriesgado e incierto. El argumento de la industria naciente (en este caso, la operación nueva o la entidad financiera recién regulada) es un argumento clásico de la política económica para justificar el proteccionismo.

Pero, naturalmente, la condición necesaria para la validez de ese argumento es que la industria (producto, entidad) naciente sea viable y pueda prescindir, a su debido tiempo, de las muletas. O dicho de otra forma, las muletas deberán ser suprimidas tras un período prudencial, unas veces porque ya no son necesarias, otras porque el proyecto no es viable o no es útil. Lo que es más fácil de decir que de hacer. En el primer caso el problema es que hay un lobby de intereses creados que trata de mantener los privilegios. En el segundo, la dificultad es que a nadie le gusta reconocer errores. No obstante, el proceso, antes o después, se cumple inexorablemente, como muestran tantos casos de creación y pérdida de privilegios de las dos últimas décadas. Al fin y al cabo, la vida política es corta, y los esquemas favoritos de un día no lo serán al siguiente; si esos esquemas eran útiles y necesarios se habrán incorporado al ámbito menos brillante

de la administración cotidiana; en caso contrario, serán un error del pasado cuya limpieza se considerará mérito para la siguiente hornada política. Si las ventajas son exenciones fiscales, las necesidades recaudatorias trabajarán oscuramente para ir las suprimiendo. Es, pues, un axioma político que las ayudas terminarán suprimiéndose.

Recordemos, entre los productos que han perdido sus apoyos de primera hora, los bonos de caja, o las cédulas bancarias, o las colocaciones de letras en bolsa; el leasing está políticamente en baja estos días. Los bonos y las cédulas han sobrevivido, pero a ritmo reducido. Las colocaciones de letras en bolsa se han evaporado: su mercado era falso.

Recordemos también las dificultades que experimentaron en su día algunas entidades nacidas de la imaginación política, como los bancos industriales, las financieras de bienes de equipo o las sociedades de garantía recíproca. Por supuesto, las entidades pueden sobrevivir o prosperar convirtiéndose en otra cosa, cuando una vez en marcha, y tanteadas las posibilidades reales de su mercado original, buscan por su cuenta otros campos que el legislador no consideró pero que tampoco cerró. Aunque hay una trampa: el legislador para asegurarse de que las entidades nacidas de su imaginación no desperdigan sus es-fuerzos, o no usan indebidamente sus privilegios, suele limitar su objeto social exclusivamente, a su finalidad original. Las sociedades mediadoras del mercado de dinero, cuyo estatuto no es tan rígido, son una categoría de entidades en búsqueda permanente de su destino. Su deslizamiento autónomo desde el mercado de dinero hacia el mercado de capitales es una consecuencia de sus esfuerzos autónomos de supervivencia en circunstancias cambiantes.

En resumen, la promoción activa de nuevos productos o entidades requiere que las autoridades, antes de diseñar sus grandes proyectos y dar los apoyos fiscales o financieros correspondientes, respondan satisfactoriamente a la cuestión: ¿tendrán viabilidad esas innovaciones el día inexorable en que cesen los apoyos? O quizás deban hacerse esta refrescante pregunta: si la idea es tan buena, ¿por qué el mercado no la ha puesto en práctica por su propia cuenta? Sólo si se consiguen respuestas satisfactorias estará justificada la promoción activa.

Salvo, naturalmente, que no se pretendan más que unos resultados puntuales, de efecto transitorio, por razones coyunturales. Pero de tales innovaciones sin futuro no vale la pena ocuparse.

La segunda actitud básica de las autoridades financieras ante la innovación es la de neutralidad. No es una actitud tan pasiva como pudiera parecer. Nuestro derecho civil y mercantil, nacidos en una era más liberal que el tercio central del siglo XX, propugnan la libertad de pactos. Su principio básico en relación con los nuevos productos sería que lo que no está prohibido puede hacerse. Pero esa pasividad, o permisividad, o neutralidad, se fue restringiendo con los años de tal manera en el terreno bancario y bursátil, que el principio realmente operativo hace un par de décadas era justamente el opuesto: sólo puede hacerse lo que está permitido, y por quien lo tiene permitido, de modo expreso. En muchas ocasiones la pregunta que hice hace un momento (por qué el mercado no ha puesto en práctica la innovación por su propia cuenta) tendría una respuesta obvia: porque está prohibido; o, cuando la prohibición es hábito, otra no tan obvia pero también eficaz: porque no está dicho que esté permitido.

No entraré ahora en la indagación de las razones que llevaron en su día a esa actitud negativa. Volveremos enseguida sobre ellas al hablar de las políticas de regulación de la innovación. Lo que importa destacar es que la política de neutralidad requiere un previo esfuerzo político de supresión de limitaciones, restricciones o prohibiciones.

Y en esto la tendencia marcada por la política financiera española es inequívoca. Durante los últimos quince años, o quizás un poco más, hemos asistido a un proceso de liberalización o desregulación del sistema sin el cual, y sobre todo sin el cambio de actitud que existe tras él, difícilmente se hubiera producido el fenómeno de la innovación financiera. Ese cambio puede responder, a su vez, a cambios en las actitudes ideológicas de los gobernantes, al reconocimiento de que el intervencionismo creaba más problemas de los que resolvía. a la presión de la realidad, o, por último, al creciente contacto con otras economías y al ejemplo de los movimientos desreguladores de otros países. Digamos, enlazando con algo de antes, que en el duelo entre los intereses públicos y los privados, una condición inexcusable para que ganen los primeros es que, además, tengan razón, y el intervencionismo no la tenía. Ese cóctel de modernidad, desencanto, realismo e imitación ha desembocado en un cuadro institucional en el que pocas cosas quedan prohibidas en el mundo financiero, y en el que se ha recuperado la actitud anterior de que todo lo que no esté prohibido se puede hacer.

En ese proceso de desregulación pueden señalarse algunos hitos importantes. En primer lugar, la liberalización de los precios. Poco futuro hubiese tenido la innovación financiera en un marco de tipos y comisiones regulados y sometidos a techos. Mejor dicho, hubiese existido innovación de la que llamo espúrea, innovación contra el espíritu de la ley, que habría sido rigurosamente combatida (lo fue en su día) y parcialmente contrarrestada. Las crecientes cotas de libertad han allanado el camino. En los últimos tiempos anteriores a la supresión, todavía reciente, de las últimas restricciones en materia a tipos pasivos aún aparecieron sofisticados productos cuyo objetivo era sortearlas. Sería exagerado aplicar todavía el calificativo de espúreas a esas innovaciones, cuando existía una convicción creciente de que las restricciones sólo pretendían ordenar una transición sin tensiones hacia un sistema plenamente libre de tipos y condiciones. Esos productos formaban parte de la transición pretendida, y no fueron combatidos porque no atentaban ya al espíritu de la normativa. Que sigan o no teniendo validez tras la liberalización es harina de otro costal.

El segundo hito a destacar en el proceso de desregulación es el levantamiento legal de muchas restricciones operativas existentes, o el cambio de criterio de la autoridad, cuando la normativa requiere permisos especiales para ciertas operaciones, sin prohibirlas. Hace no tantos años los bancos comerciales sólo podían operar a largo plazo con dificultad, y no se les permitiría emitir obligaciones; los industriales tendrían restricciones en el corto plazo; las cajas de ahorro en el crédito comercial, en la emisión de empréstitos y en la operativa cambiaria; la intervención obligatoria de los fedatarios públicos hubiera impedido la utilización de la deuda pública como instrumento de los mercados monetarios. Todas esas restricciones legales o criterios restrictivos de la autoridad han ido cayendo. Y ese proceso ha provocado un cambio de actitud en los operadores del mercado, que entienden ahora (como se entendía hace un siglo) que lo que no está prohibido está permitido y que la innovación financiera, como la investigación en la industria, es una faceta usual de la actividad de los intermediarios financieros.

El tercer hito en la reconstrucción de esta idea, o actitud, ha sido la aparición de al menos dos tipos de entidades que, por una u otra causa, no tienen en principio un papel preestablecido en el mercado, o el que se les asigna no es suficiente, y que además carecen de la tradición y los intereses creados, y las inhibiciones que producen unos y otros, de las entidades de depósito clásicas. Me refiero a los bancos extranjeros y a las sociedades mediadoras del mercado de dinero, que tuvieron que innovar por necesidad vital, y que hicieron luego de esa necesidad virtud.

Permisividad y neutralidad no significan indiferencia ante los nuevos fenómenos. Pronto veremos que algunos de ellos plantean problemas ante los que la autoridad financiera debe reaccionar de algún modo. De ahí que el Banco de España trate de conocer, como bien saben las entidades más innovadoras, los nuevos desarrollos que aparecen en el mercado, y procure ser informado de los productos en preparación. Lo cual no ha de interpretarse como un intento de autorización previa, ni siquiera de verificación técnica, sino simplemente como una elemental necesidad de estar al tanto de lo que sucede.

La actitud permisiva tiene una excepción general, que se refiere a las operaciones con divisas. No hay que olvidar la curiosa situación en que se encuentran las entidades de depósito en ese terreno, La teoría legal de nuestro control de cambios centraliza las divisas en el Banco de España; las entidades actúan exclusivamente como delegadas del Banco de España. Este, por tanto, les da instrucciones sobre lo que pueden o no hacer, y ha de ser informado minuciosamente de todas las operaciones realizadas. El Banco ha ampliado las posibilidades operativas de las entidades, y puede seguir haciéndolo en el futuro. Pero la libertad, a diferencia de lo que sucede en el mercado de pesetas, no es todavía la regla.

Decíamos que algunas innovaciones plantean o pueden plantear problemas que no justifican su prohibición, pero sí requieren su seguimiento, e incluso su regulación. Esos problemas son de muy diversa índole, y han reclamado creciente atención en los últimos años de las autoridades supervisoras españolas y extranjeras, y de los foros internacionales en que éstas se reúnen.

En primer lugar están los problemas que podríamos llamar de defensa del consumidor. Este es un terreno bastante movido, en el que por fortuna no todos los temores se confirman. Recordemos la historia de los créditos a tipo variable. La idea dominante, aunque no necesariamente correcta, es que el mercado de crédito es un mercado de vendedores, en el que el prestamista puede imponer sus condiciones. Pero, por otra parte, en las turbulentas aguas coyunturales de la segunda mitad de los setenta y primeros ochenta, las operaciones a tipo variable eran la única forma de asegurar financiación por un plazo de cierta duración. Además las entidades que se refinancian en el mercado monetario (los bancos extranjeros en el mercado nacional, los bancos nacionales en el mercado internacional) no tenían más remedio que operar a tipo variable, o no operar. Así pues, el crédito a tipo variable era una necesidad, pero también una fuente potencial de abusos sobre la clientela. El impasse se resolvió autorizando esas operaciones pero sometiéndolas a una reglamentación que procuraba objetivar la variación de los tipos de interés y dar ciertas garantías al cliente contra actuaciones abusivas del prestamista. De paso la autoridad reguladora, respondiendo a las preocupaciones típicas del momento, impuso una cierta duración mínima para las operaciones a tipo variable, fomentando así la financiación a medio plazo. Siete años y

muchos miles de contratos de experiencia acumulada han disipado aquellos temores. Las operaciones a tipo variable han servido para demostrar, entre otras cosas, que las empresas disponen de un cuadro de facilidades financieras más extenso y flexible del que se suponía, lo que les permite desplazarse rápidamente de un prestamista a otro. En ese caso al menos es la competencia, y no la regulación, el arma principal contra los abusos.

Apuntemos, incidentalmente, que los intentos promovidos por la autoridad financiera, o por algunos entes públicos, de extender el tipo variable al crédito a las familias (especialmente en el campo de la vivienda) no parecen haber tenido mucha aceptación: aquí los prestarios se han defendido de la mejor manera posible, esto es, no entrando en una innovación que no les resulta atractiva.

En el campo de la defensa del consumidor ha prosperado, por otra parte, la idea de la transparencia, en el doble sentido de que, primero, las condiciones generales en que operan los intermediarios deben ser de conocimiento general, y segundo, el cliente particular debe ser informado precisamente del coste o del rendimiento efectivo de su operación, calculado de una forma homogénea. Pero ésta no es una idea que deba asociarse especialmente con los nuevos productos, sino más bien con la libertad de tipos de interés y comisiones, y afecta por igual a los productos nuevos y viejos.

Aunque en general los nuevos productos presentan una instrumentación menos formal que sus predecesores (recuérdese la ausencia de fedatario público en las deudas públicas a corto, en todas las deudas representadas por anotaciones en cuenta, y en las operaciones de repo sobre esos títulos), en ocasiones la reglamentación, dando dos pasos adelante y uno atrás, impone, por seguridad de la clientela (seguimos pues con la defensa del consumidor), unas determinadas formalidades: por ejemplo, unos resguardos obligatorios de talonario y formato regulados. Las rigideces administrativas que introduce un escollo tan aparentemente trivial bastan para hacer inviables algunos productos bancarios que sólo podrían funcionar en un régimen de total informalidad.

Pero no son los problemas de defensa del consumidor los que más preocupan en relación con las innovaciones financieras. Hay dos campos en que éstas plantean problemas más difíciles a las autoridades financieras: el monetario y el del riesgo.

Los nuevos productos han enriquecido la gama de activos líquidos o semilíquidos con que cuenta el público; de ellos algunos, muy importantes por cierto, no son pasivos de intermediarios financieros. Hasta el final de la década de los setenta la política monetaria podía definir sus objetivos con razonable seguridad: entre los depósitos bancarios y los activos reales o empresariales prácticamente no había nada. Por tanto el dinero en su definición amplia de disponibilidades líquidas, esto es, efectivo más todo tipo de depósitos, no sufría efectos de sustitución perturbadores, y su relación con las grandes magnitudes macroeconómicas era razonablemente firme. Además era una magnitud estrictamente bancaria, por lo que resultaba relativamente fácil de controlar, ya que las entidades bancarias se encuentran entre las más reguladas y mejor controladas y disciplinadas del sistema económico.

Los nuevos productos rellenan el bache entre el dinero bancario y los activos reales y empresariales con una gradación muy matizada de activos financieros, entre los que se establecen, naturalmente, efectos de sustitución poderosos. Ello hace imprecisa la

definición de dinero, así como las relaciones entre las diferentes versiones estadísticas del dinero y las variables macroeconómicas. De paso, hace difícil el control cuantitativo del dinero, pues ahora ya sólo se controla una parte del mismo, la que pasa por los intermediarios. ¿Qué hacer si crece mucho el componente no intermediado? ¿Presionar más que proporcionalmente a los intermediarios, lo que, como sabemos, aceleraría la desintermediación? No es este el momento de responder a esas preguntas. El hecho es que los nuevos productos han complicado la tarea de las autoridades monetarias. Que no por ello se han opuesto a su introducción, y que incluso los han fomentado activamente en ocasiones. Su actitud, que es la actitud correcta ha sido más bien revisar sus esquemas teóricos, sus objetivos, y sus técnicas de control para mantener el grado de disciplina monetaria requerido.

El otro orden de cuestiones en el que las innovaciones financieras pueden plantear problemas es el de la supervisión bancaria, esto es, el conjunto de regulaciones y actuaciones de la autoridad financiera tendentes a asegurar la estabilidad y solvencia del sistema.

En efecto, algunos de los productos financieros nuevos pueden introducir elementos adicionales de riesgo en el funcionamiento de las entidades. Los tipos de riesgo más relevantes son el de solvencia, el de interés, y el de cambio. Por lo que respecta al riesgo de solvencia el peligro fundamental se refiere a los riesgos de firma, tanto explícitos (endosos, avales, disponibles en líneas de apoyo) como implícitos (garantías comerciales, no formalizadas, sobre el buen fin de las operaciones de mediación). Hay el peligro de que las entidades, al no sufrir la disciplina de tener que financiar esas operaciones, incurran en volúmenes de riesgo excesivos. Incluso cabe la posibilidad de que algunos de esos riesgos no estén adecuadamente recogidos y explicitados en la contabilidad de las entidades: la línea divisoria entre un compromiso con fuerza de obligar y una promesa que sólo compromete el honor comercial puede ser difícil de establecer. En tal caso la entidad quizás no sea consciente de los riesgos en que incurre, y desde luego la autoridad supervisora no podrá valorarlos debidamente. Pero cuando los coeficientes de garantía, o las normas de provisión, son rigurosas, o cuando las entidades no andan sobradas de recursos propios, surge una tendencia a desviar negocio patrimonial hacia esas operaciones no recogidas en la lista de partidas incluidas en aquellos coeficientes: se trata, otra vez, del fenómeno de los productos espúreos.

La respuesta de la autoridad financiera en estos casos es sencilla: desarrollar los esquemas contables e informativos para asegurarse de que ningún riesgo queda sin registrar (aunque los compromisos comerciales difícilmente pueden ser captados contablemente); e incluir los riesgos de firma entre las partidas que deben cubrirse con un volumen adecuado de recursos propios, o que quizás deban ser provisionadas por insolvencia. La tendencia internacional y nacional en ese sentido es muy clara. En nuestro caso las principales partidas de fuera de balance que presentan riesgo de insolvencia ya están cubiertas por el coeficiente selectivo de garantía. Por lo que respecta a los nuevos productos, los disponibles en líneas de apoyo fueron sometidos a él a principios de este año. Nótese que estas coberturas no suponen una actuación discriminatoria contra los nuevos productos, sino más bien una igualación de sus condiciones y las condiciones de los productos clásicos; pretenden, pues, que la regulación satisfaga el principio de neutralidad. En expresión anglosajona, pretenden nivelar el terreno de juego.

El caso de los pagarés de empresa merece un párrafo aparte por los problemas que plantea, por su volumen, y por el tratamiento regulatorio recibido. Los pagarés de empresa son un pequeño compendio de dificultades. Plantean problemas de política monetaria, en cuanto son un activo líquido importante, fuertemente sustituible con los componentes del dinero en su definición actual; pero no son susceptibles de control directo. Plantean problemas de defensa del consumidor, en primer lugar, porque el gran público inversionista puede ignorar la situación real del emisor, guiándose por una información comercial tendenciosa; y en segundo lugar, porque la informalidad de los títulos facilita su falsificación. Y también plantean problemas de solvencia bancaria, en la medida en que la colocación haya sido realizada por intermediarios financieros y estos la hayan apoyado con garantías comerciales, con avales, o con líneas de apoyo; los pagarés de empresa se dirigen a un segmento de la demanda de títulos bastante sofisticado, y muy consciente de la rentabilidad; por tanto un cambio (real o supuesto) en la situación del emisor o en las circunstancias del mercado puede hacer entrar en actividad de modo brusco y masivo a las líneas de apoyo, precisamente en el momento en el que menos lo desearía el intermediario. La actual doctrina tiende a considerar que ese riesgo es sensiblemente superior al que plantean los disponibles clásicos en cuentas de crédito (cuyas cláusulas de escape, están más elaboradas y probadas por el paso del tiempo).

En resumen, los pagarés de empresa piden una regulación, pero, al mismo tiempo son un instrumento difícil de regular, tanto por la variedad de figuras y modalidades existentes, como por tratarse de un instrumento en formación cuyas características no están totalmente perfiladas. La regulación podría interrumpir el proceso, e introducir rigideces indeseables. Al mismo tiempo una parte de la regulación (por ejemplo, la que se refiriese a un hipotético folleto de emisión) sería no bancaria, con las dificultades de control que implica la aplicación de la disciplina financiera a las empresas no financieras.

Por iniciativa del Banco de España, los intermediarios financieros interesados en este instrumento, como mediadores, inversionistas, o garantes, han adoptado unos acuerdos de autorregulación del mercado, que implican, para los pagarés en los que intervengan de algún modo, primero, el establecimiento de unas obligaciones mínimas de información del emisor; segundo, la adopción de unos formatos o contratos tipo para los pagarés; tercero, la custodia de los títulos por intermediarios financieros, con inmovilización física de los mismos: Y por último, la posibilidad de establecer un sistema automático de compensación si la evolución de los volúmenes del mercado lo justifican. Por su parte el Banco de España ha mejorado la información estadística sobre los pagarés. Ese mecanismo de autorregulación es una novedad en el sistema español. Su adopción es demasiado reciente para poder juzgar sobre su eficacia, tanto más cuanto que el mercado de pagarés ha sufrido en 1987 un brusco retroceso por razones de otro tipo.

Pasemos ahora al riesgo de interés y al riesgo de cambio. Algunos de los nuevos productos patrimoniales, y muchos de los nuevos productos de fuera de balance, han nacido como respuesta a las fuertes fluctuaciones de tipos de interés y de tipos de cambio, y pretenden, precisamente, reducir los graves riesgos de interés y de cambio a que están sometidos ahora los operadores. Un caso típico lo constituyen los créditos a tipo variable, mediante los cuales las entidades que se refinancian en los mercados monetarios pueden operar sin riesgo de interés. Así pues, los productos en cuestión

tienden a reducir el riesgo para alguien. El problema está en que el riesgo sigue ahí, y la operación se limita a traspasarlo a otro operador: es un juego de suma cero, pues no parece —pero no entraré en la polémica— que esas operaciones ejerzan influencias estabilizadoras o desestabilizadoras transcendentales en los fenómenos básicos sobre los que operan. La reducción del riesgo de alguien es aumento del riesgo de otro alguien.

Si el sentido dominante de las operaciones fuese cubrir los riesgos de las entidades en principio más expuestas, y distribuir la masa total de riesgos entre todos los intermediarios, o mejor, entre todos los operadores, intermediarios o no, la introducción de esas figuras no sólo no plantearía problemas sino que debería ser bienvenida. Pero también existe la posibilidad contraria, que algunos intermediarios asuman posiciones especulativas de riesgo, sea deliberadamente, sea porque una evolución imprevista de los mercados ha hecho imposible la cobertura de posiciones, sea porque quienes dieron contrapartida a los riesgos incumplen luego sus compromisos (posibilidad esta última ciertamente menos importante). En tales casos los futuros de interés o de títulos, los acuerdos de garantía de intereses, los intercambios de corrientes de intereses, o las ventas de opciones (esto es, aquéllas en que es el otro quien elige) pueden hacer perder mucho dinero. Ello preocupa, obviamente, a las autoridades supervisoras, y provoca en ellas tres clases de reacciones. Unas veces, las operaciones se permiten, pero se someten a restricciones tendentes a reducir el riesgo global, sea limitando su volumen o, más frecuentemente, limitando las posiciones abiertas, esto es, las operaciones no compensadas con otras de riesgo contrario, con todas las dificultades técnicas de precisar qué compensa a qué; otras veces se permiten, pero se obliga a las entidades a tener recursos propios suficientes para cubrir las pérdidas que eventualmente pudieran producirse; o, tercera posibilidad. las operaciones no se permiten: el estado de las ideas no es propicio a prohibiciones expresas, pero las operaciones propuestas pueden quedar para estridido sobre la mesa indefinidamente...

En lo referente al riesgo de cambio, la técnica habitualmente usada es limitar las posiciones abiertas en cada divisa, teniendo en cuenta tanto las operaciones patrimoniales como los riesgos de firma; complementariamente algunos países, incluido el nuestro, requieren recursos propios adicionales sobre las posiciones abiertas, que se considerará riesgos ordinarios en el coeficiente de garantía; y, marginalmente, algunas operaciones, como las opciones, pueden ser de las que quedan encima de la mesa por ahora.

En cuanto al riesgo de interés, quizás las ideas son más confusas, porque no es fácil encontrar una técnica de control eficaz y practicable para él. Es un riesgo importante, sin duda, pero también es la esencia del negocio bancario, en su dimensión de transformación de plazos, y por tanto no es un riesgo evitable. No es desde luego original de las nuevas operaciones: su núcleo principal lo constituyen las operaciones patrimoniales clásicas, y en conjunto las operaciones nuevas tienden a cubrirlo o a diluirlo. En general las entidades saben vivir con ese riesgo, y adoptan las estrategias adecuadas. Sólo en el caso de las entidades especialmente expuestas a él, y que no presentan otros riesgos importantes (por ejemplo, los intermediarios monetarios) se ha considerado necesario diseñar coeficientes de garantía que traten de cubrirlo. Así pues, los peligros del riesgo de interés no deberían ser un argumento fuerte contra la introducción de nuevos productos, siempre que éstos sean adecuadamente seguidos e incorporados a los análisis generales de ese riesgo.

Había, si recuerdan, una cuarta actitud posible de las autoridades financieras ante los nuevos productos: prohibirlos. No la tendré en cuenta. Como he dicho hace un momento, el talante actual no es prohibitivo. Existen compartimentos estancos que dan la exclusiva de algún tipo de operaciones a determinadas clases de entidades, lo que crea prohibiciones en virtud del sujeto. Pero incluso esas barreras parecen estar en franco proceso de supresión, con una excepción importante, que afecta a los seguros de vida.

Lo que sí es posible es que, para la introducción de algunos nuevos productos, relacionados con divisas y con valores, sea necesario esperar un poco más de tiempo, mientras se valoran correctamente sus riesgos potenciales y se diseñan mecanismos de control.

A modo de conclusiones, recapitulemos lo expuesto.

Nuestro sistema bancario, y financiero, se encuentra en los últimos años en un estado de profundo y continuo cambio. Uno de los aspectos de ese cambio es la proliferación de innovaciones financieras, algunas de gran peso y considerables efectos.

La actitud de las autoridades financieras hacia esas innovaciones es en general positiva, propiciándola con una normativa liberalizadora que suprime prohibiciones y compartimentos estancos. En ocasiones la autoridad financiera ha ido más allá y ha introducido o promovido directamente algunas innovaciones. Sin embargo, se entiende que el papel principal en la generación de nuevos productos deben desempeñarlo los operadores del mercado. La experiencia de las innovaciones de origen oficial cuando se han suprimido las ayudas a esas innovaciones, no es alentadora.

Por otra parte, la posición de neutralidad positiva de las autoridades financieras no implica inhibición. Por una parte, es necesario impedir las innovaciones que sólo se proponen explotar agujeros normativos, y que van contra el espíritu de las leyes. Por otra parte, algunas innovaciones plantean a veces problemas de defensa del consumidor, de control monetario, y de seguridad y solvencia para las entidades de crédito. En tales casos la autoridad debe regular los nuevos productos para compatibilizar el fenómeno innovador con la protección de los intereses públicos.