

## Analistas Financieros Internacionales Sistema financiero español: 1987-1997. Una década de transformaciones

*Madrid, Escuela de Finanzas Aplicadas, 1997*

**ANTONI GARRIDO**

*Universidad de Barcelona*

**U**n compañero de universidad me comentaba recientemente la oportunidad de realizar una monografía sobre el sistema financiero español que abarcara el período 1987-1997, dados los numerosos cambios y transformaciones en los (flujos financieros acaecidos en esa década. A título de ejemplo, recordaba los episodios de fusión entre grandes bancos y entre cajas de ahorro de pequeña y mediana dimensión que han tenido lugar desde finales de los ochenta, el espectacular desarrollo de la inversión institucional y en especial de los fondos de inversión, el elevado volumen de actividad alcanzado por los mercados monetarios, la expansión del mercado de deuda pública, la apertura financiera al exterior de la economía española, etc. El período objeto de estudio era además sumamente interesante porque a lo largo del mismo se culminó el proceso de liberalización de la actividad bancaria iniciado a mediados de los setenta, se puso en marcha el mercado único europeo y se procedió a la eliminación de las trabas a los movimientos de capital. En otras palabras, esos diez años eran los primeros desde hace muchos en los que las entidades financieras españolas habrían podido competir vía precios sin ningún tipo de cortapisa o limitación.

La citada monografía ha quedado en gran medida sin sentido tras la publicación del excelente libro escrito por los profesionales de Analistas Financieros Internacionales y dirigido por dos de sus socios fundadores –los profesores Emilio Ontiveros y Francisco José Valero–, conmemorando los diez años de existencia de la hoy prestigiosa empresa de análisis y consultoría financiera<sup>1</sup>. De hecho, no es ninguna exageración señalar que AFI es en la actualidad una de las mejores y principales organizaciones (no vinculada a entidades financieras privadas ni a organismos de carácter institucional) dedicada al análisis de los mercados financieros que existe en España. Puede afirmarse además, utilizando la jerga de los economistas, que el grado de corre-

---

(1) El nombre elegido para la citada firma muestra ya una cierta capacidad de análisis del futuro ya que uno de los rasgos que han caracterizado el panorama financiero es precisamente la internacionalización de los flujos financieros. Siempre y cuando fuera esta la intención de los fundadores. A título de anécdota, el autor de esta reseña recuerda hoy todavía la sorpresa que le causó ser invitado a las “II Jornadas de economistas ítalo-españoles” ya que desconocía que hubiera tantos economistas que tuvieran “la doble nacionalidad”.

lación entre el crecimiento de la actividad financiera en la economía española y la expansión de Analistas Financieros Internacionales es muy elevado.

La obra, prologada por Luis Ángel Rojo, gobernador del Banco de España, consta de 13 capítulos en los que tras situar el entorno financiero internacional (cap. 1) y los cambios en los flujos financieros de la economía española (cap. 2) se analiza –nunca mejor dicho– el sistema crediticio (capítulo 3), los distintos mercados financieros organizados (capítulos 4 a 9), la evolución de los riesgos financieros (cap. 10), la financiación de las Administraciones Públicas Territoriales (caps. 11 y 12) para finalizar con un estudio de las implicaciones para el sistema financiero español derivadas de la entrada en vigor de la Unión Económica y Monetaria. El libro contiene también un anexo estadístico y una cronología anual de los principales acontecimientos de índole financiera ocurridos a lo largo de los últimos diez años. Merece la pena destacar asimismo la cuidada presentación de la obra y su edición en “hardback”, hecho poco frecuente en el panorama editorial español al menos por lo que se refiere a obras de economía.

Aunque puede parecer una excusa, el contenido de un libro de estas características es muy difícil por no decir imposible, de resumir en unas pocas líneas dada la variedad de temas tratados a lo largo de sus 467 páginas y que, como ya se ha dicho, abarcan desde el análisis del orden económico internacional hasta el estudio de la financiación de las corporaciones locales, de la reciente crisis del sudeste asiático a las razones explicativas del auge de los mercados de derivados. Cada uno de los capítulos es en gran medida autónomo del resto, por lo que cada lector si así lo desea podrá elegir a tenor de sus preferencias aquéllos en los que va a centrar su atención.

No queriendo, pues, continuar esta reseña con una mera descripción de los temas tratados en cada uno de los capítulos, se ha optado por resaltar los aspectos que en nuestra opinión resultan más relevantes de la obra en cuestión. En este sentido, su principal activo, lo que la diferencia de las numerosas publicaciones sobre el sistema financiero español aparecidas recientemente, es el magnífico equilibrio entre información y análisis que hay en sus páginas, y muy especialmente en los capítulos dedicados a los mercados organizados (interbancario, divisas, renta fija, renta variable y derivados). Se dota además de perspectiva al análisis, interpretando a la luz de la situación actual hechos ocurridos con anterioridad y se muestra cómo “la tozuda realidad” ha obligado a modificar planteamientos y posiciones defendidos a ultranza poco antes. En un lenguaje menos críptico, se reconoce que en ocasiones los agentes económicos no aciertan en sus diagnósticos y que no siempre es posible prever y anticipar (descontar) la realidad. Como botón de muestra, es francamente recomendable la lectura de las páginas dedicadas a la crisis del Sistema Monetario Europeo a partir de mediados de 1992 y las razones explicativas del castigo diferencial que sufrió la peseta. El perfil eminentemente técnico del libro no impide un “posicionamiento” de los autores sobre algunas de las medidas de política económica tomadas a lo largo del período estudiado, siendo el ejemplo más claro la defensa que se efectúa del tipo de cambio elegido por las autoridades españolas para el ingreso en el SME.

Otro de los activos de la obra, nada desdeñable a tenor de lo que suele ocurrir en muchas de las publicaciones sobre finanzas, es su excelente redacción y la claridad del lenguaje, empleando en cada momento la terminología financiera al uso, pero evitando al mismo tiempo caer en un tecnicismo excesivo que dificulte innecesariamente la comprensión de los contenidos. El rigor no impide, por otra parte, la utilización de títulos muy expresivos (¿Quién no ha puesto ya un derivado en su vida?, Crónica de

una crisis: una huida hacia adelante, Adiós al no residente, etc...), que resumen con precisión el epígrafe tratado a continuación. Se trata, pues, de una obra que interesará tanto al profesional como a los estudiantes de economía de nuestras universidades (no sólo a los interesados en la economía financiera sino también a aquellos que en un futuro no muy lejano se hayan planteado la posibilidad de ejercer como analistas económicos).

En contrapartida, se hecha en falta un hilo conductor que estructure y dé sentido a los diferentes capítulos, si bien el análisis de los flujos financieros realizado en el capítulo 2 cumple parcialmente esa función. De hecho, los autores reconocen implícitamente esta carencia al no incluir en el libro un capítulo de conclusiones que sintetice, precisamente, las principales transformaciones experimentadas por el sistema financiero español a lo largo de los últimos diez años.

Sorprende, por otra parte, el reducido espacio comparativo dedicado al estudio del sistema bancario, dado el papel destacado y predominante que las entidades de crédito juegan en el sistema financiero español. El contenido de dicho capítulo es excesivamente descriptivo y centrado más en comentar los cambios en las cuotas de mercado y en el balance de bancos y cajas que han tenido lugar en la última década que en el análisis de sus causas explicativas. Recuérdese en este sentido que una de las cuestiones que ha sido objeto de debate y discusión en los últimos años ha sido las razones del declive de la banca tradicional, entendido como una pérdida de peso de las entidades bancarias tanto en la captación de fondos como en la financiación de la actividad económica.

El capítulo 7 ofrece un excelente análisis de la que, sin lugar a dudas, ha sido una de las transformaciones más importantes que ha experimentado el sistema financiero español en la última década, esto es: el auge de la inversión institucional y en especial de los fondos de inversión. Menos atención se dedica a los efectos generados por ese cambio en los flujos financieros y la intensidad del proceso de desintermediación, cuestión ésta que ha sido objeto de debate entre destacados estudiosos del sistema financiero español. Así para Torrero, el desarrollo de los fondos de inversión y más concretamente la concentración de las carteras de los fondos en títulos emitidos por el sector público ha supuesto una menor cantidad de recursos disponibles para la financiación de las empresas no financieras, lo cual sería especialmente grave en un país en el que la mayoría de empresas no tienen el tamaño suficiente para poderse plantear alternativas de obtención de recursos distintas al crédito. Para Gual, por el contrario, los fondos de inversión han supuesto simplemente un cambio en la forma en que las familias invierten en deuda pública y, por tanto, no ha implicado una disminución significativa de los pasivos captados por las entidades de crédito en el sector privado. Freixas, por su parte, considera que el auge de los fondos de inversión ha generado un claro descenso en el volumen de ahorro canalizado en forma de depósitos al tiempo que su influencia sobre los flujos crediticios ha sido muy reducida.

Una sensación similar produce la lectura del capítulo dedicado al impacto de la UEM sobre el sistema financiero español. Ciertamente, se recogen todos los temas relevantes –dimensión, efectos a corto plazo, impacto sobre los mercados financieros–; no obstante, y dada la calidad y capacidad de sus autores, se hubiera agradecido una valoración más precisa sobre los efectos a medio plazo derivados de la UEM y más concretamente si es razonable esperar la formación de un verdadero sistema financiero integrado a escala europea. La discusión es procedente a la vista de la distancia existente entre los efectos previstos y lo ocurrido con la entrada en vigor, en 1993, del

Mercado Unico Europeo. Así, si bien es cierto que el mercado único ha erosionado los límites geográficos de la actividad financiera, las entidades nacionales siguen ostentando un papel en el mercado bancario de su país y los depósitos bancarios realizados por los europeos en países distintos al de origen siguen representado una parte muy reducida de los activos monetarios en poder de los ciudadanos europeos.

Más discutible, es demandar a los autores una reflexión sobre el impacto de la integración financiera sobre la economía real, si bien no deja de ser significativo que ésta haya sido una de las cuestiones objeto de debate en los Estados Unidos a raíz de la progresiva formación en los últimos años en ese país de un sistema bancario integrado a escala nacional. Más concretamente, algunos autores sostienen que la integración puede afectar negativamente a los demandantes de financiación de menor tamaño, argumentando que el proceso de consolidación acarreará la desaparición de las entidades de menor tamaño, entidades más propensas a prestar a empresas pequeñas, no tanto porque hayan preferido especializarse en dicho segmento sino porque dado sus reducidos niveles de recursos tienen forzosamente que concentrar su actividad crediticia en esos clientes. Se argumenta además que el previsible proceso de fusiones bancarias asociado a la integración tenderá a reducir el riesgo contraído con empresas de reducida dimensión tanto por motivos de diversificación de riesgo como por la menor atención que las entidades bancarias de mayor grandaria dedican a este tipo de clientes.

Indicar, por último, que el anexo desborda el calificativo de “estadístico” utilizado por los autores, ya que incorpora no sólo las series estadísticas de las principales magnitudes financieras sino también otras informaciones de muy distinta índole tales como la relación de las circulares del Banco de España y las variaciones en el censo de entidades de crédito. Siendo útil, no es menos cierto que la mayor parte de la información proporcionada se puede obtener con relativa facilidad acudiendo a los generadores primarios de información (Cuentas Financieras de la economía española del Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, etc.) Se hubiera agradecido en este sentido dedicar una mayor atención a situar el sistema financiero español en el contexto internacional, tanto en términos de importancia relativa como en lo que respecta a semejanzas y diferencias en relación a los principales sistemas financieros occidentales.

Los anteriores comentarios no deben ocultar que nos encontramos ante una obra de obligada lectura para todos aquellos interesados en el sistema financiero español, que combina con precisión, información y análisis y que abarca un período ciertamente apasionante de la historia de nuestro sistema financiero. El enfoque adoptado –analizar en perspectiva un cierto período de tiempo– contribuye a diluir uno de los principales problemas que afectan a la mayor parte de manuales sobre finanzas, esto es: la pérdida de actualidad. En todo caso, estaremos de enhorabuena si en un futuro no muy lejano los profesionales de Analistas Financieros Internacionales deciden continuar/ampliar el contenido de esta obra.

