

# LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO FRANCÉS

Didier BRUNEEL

## INTRODUCCION: ORIGEN DEL PROCESO DE INNOVACIONES FINANCIERAS

Hasta fecha reciente, la financiación de la economía francesa se basaba en la intermediación bancaria, puesto que los mercados de títulos negociables sólo desempeñaban una función limitada. Pero desde 1980 estos mercados han empezado a adquirir progresivamente una importancia determinante en un contexto intenso de desregulación e innovaciones financieras.

*En un contexto incierto que se caracteriza por la amplitud de las variaciones de los tipos de inflación, interés y cambio, tanto los prestamistas como los prestatarios han procurado evidentemente reducir su exposición a los riesgos.*

Ha resultado de ello:

— Un acortamiento de la duración de exposición a los riesgos, gracias a la reducción de los plazos o a fórmulas del tipo de obligaciones de emisión opcional, con espacios en blanco, con cláusula de intercambio, renovables, etcétera.

— Una disminución del impacto de las fluctuaciones de los tipos de interés sobre el valor de los títulos gracias a la utilización de tipos variables o revisables.

— El desarrollo de técnicas de cobertura de los riesgos inherentes a los tipos de interés y cambio, gracias:

- a las contrataciones a término de instrumentos financieros y opciones negociables;
- al desarrollo de las operaciones de retroventa o de *swaps* (de tipos de interés o de vencimientos).

Esta evolución se ha visto acentuada por *la deformación de la estructura de las necesidades y las capacidades de financiación de los agentes económicos.*

Las necesidades de financiación de las empre-

sas no financieras, que representaban cerca del 5 por 100 del PIB a principios de la década de los ochenta, no han dejado de disminuir. En 1987 ya sólo deberían representar un 1,2 por 100 del PIB. Por el contrario, las necesidades de financiación de las administraciones públicas (Estado, colectividades locales y seguridad social), que eran antaño muy escasas, se acercan en la actualidad al 3 por 100 del PIB.

La capacidad de financiación de los hogares sólo ha disminuido muy ligeramente, pero a costa de una considerable reducción de sus inversiones en viviendas. Por otra parte, la estabilidad relativa del tipo de ahorro financiero de los hogares (un 4,4 por 100 en 1980, un 3,4 por 100 en 1987) oculta una preferencia cada vez mayor por los títulos del mercado financiero, en detrimento de los depósitos bancarios tradicionales.

*El papel activo que han desempeñado los poderes públicos en el proceso de innovación financiera y modernización de la financiación de la economía constituye, sin duda, una de las especificidades más destacadas de la experiencia francesa.*

Este papel se explica, desde luego, por la necesidad que tiene el Estado de mejorar las condiciones de la gestión de su deuda (creación de los mercados de títulos a corto plazo negociables) o reducir los gastos presupuestarios (reducción del porcentaje de créditos a tipos de interés privilegiados).

Ahora bien, la actuación de las autoridades también ha pretendido incrementar la competencia con objeto de permitir una mejor asignación de los recursos y reducir el coste de la intermediación.

Por último, la creación de un mercado unificado de capitales era una de las condiciones pre-

vias al desarrollo de una política más activa de tipos de interés y al abandono de un contexto de créditos estancado.

Gracias a las reformas adoptadas, las estructuras del sistema financiero francés se basan en lo sucesivo en los esquemas analíticos propios de las «economías de mercado» y no ya en los de las «economías de endeudamiento».

Este proceso ha supuesto, evidentemente, una serie de mutaciones importantes para el sistema bancario, pero también ha acarreado consecuencias de consideración en lo referente a la dirección de la política monetaria.

## **I. PASO DE LA «ECONOMIA DE ENDEUDAMIENTO» A LA «ECONOMIA DE MERCADO»**

Lo que se denominó en Francia «economía de endeudamiento» se caracterizaba por:

- el papel predominante que desempeñaba el crédito bancario en la financiación de la economía;
- una creación monetaria importante y una transformación considerable (financiación de las inversiones mediante recursos líquidos);
- tipos de interés mantenidos bajos de manera artificial (por presión de los poderes públicos), por lo que no desempeñaban su función teórica de regulación automática.

En este contexto, el crecimiento económico ha sido intenso y las inversiones han podido desarrollarse gracias a un endeudamiento masivo de las empresas (habida cuenta de que los tipos de interés bajos favorecen el «efecto de palanca»).

Sin embargo, el precio que ha habido que pagar por estos éxitos aparentes ha sido:

- Una inflación fuerte alimentada por la creación monetaria (la subida de los precios al por menor ha sido, por término medio, del 6 por 100 en Francia entre 1949 y 1976, por tan sólo un 2,7 por 100 y un 3,3 por 100, respectivamente, en Alemania y Estados Unidos).
- Un rápido deterioro del valor del franco (un marco alemán valía 2,30 francos en 1979 por 0,83 francos en 1949).
- Una inadaptación del aparato productivo francés, puesto que los tipos de interés artificialmente bajos no han determinado una asigna-

ción óptima de los recursos y han permitido, en concreto, el desarrollo de inversiones poco rentables en detrimento de otras operaciones con más futuro.

El desarrollo de las fuentes de financiación e inversión distintas de las ofrecidas por los bancos se ha producido en cuatro direcciones:

- La expansión considerable de los mercados de acciones y obligaciones.
- La creación de títulos negociables a corto plazo y la reforma del mercado monetario.
- El desarrollo de mercados a término de instrumentos financieros y opciones.
- El desmantelamiento del control de cambios.

### **1. Expansión de los mercados de acciones y obligaciones**

#### *1.1 Mercado de acciones*

Las emisiones de acciones por sociedades que cotizan en Bolsa han pasado de unos 3.000 millones de francos en 1979 a unos 66.500 millones en 1986, mientras que en el mismo período la capitalización bolsista pasó de 234.800 millones a 1.150.300 millones, y el volumen de transacciones, de 48.100 millones a 427.300 millones.

#### *a) Fomento de la oferta*

Las reformas han tenido la ambición de facilitar el acceso al mercado de aquellas empresas sin posibilidad de introducirse, como consecuencia, ora de sus dimensiones, ora de la estructura del conjunto de sus accionistas.

— Con objeto de favorecer la emisión de títulos de asociados por sociedades familiares o empresas nacionalizadas, se han introducido fórmulas de títulos de asociados sin derecho de voto: acciones con dividendo prioritario, certificados de inversión, etcétera.

— Con objeto de facilitar el acceso al mercado bolsista de las empresas de dimensión media, se ha creado el «segundo mercado», intermedio entre el mercado oficial y el mercado fuera de cotización. Esta reforma se ha inspirado en experiencias extranjeras (*Unlisted Securities Market* británica). Las condiciones que se requieren para introducirse en el segundo mercado son menos rigurosas que las del mercado oficial.

Se han adoptado asimismo medidas para incitar a las empresas a consolidar sus fondos propios: supresión de los derechos de registro en

el caso de las ampliaciones de capital en metálico, posibilidad para las sociedades, desde 1983, de proponer a sus accionistas el pago del dividendo en acciones, etcétera.

#### b) Desarrollo de la demanda

La ley de 13 de julio de 1978, denominada ley *Monory*, al permitir que se dedujeran (hasta un máximo de 5.000 francos por matrimonio) de la renta imponible las inversiones netas en acciones francesas, tenía la ambición de dar un nuevo impulso a los accionistas particulares. Y así ocurrió en efecto, porque en 1981 se acogieron a la desgravación 1,5 millones de hogares fiscales, mientras que el porcentaje de posesión de acciones ascendió al 10 por 100 del número total de hogares por sólo un 5 por 100 en 1975. En cualquier caso, el factor determinante del desarrollo de la demanda de títulos ha sido sin duda la progresión sensible de las cotizaciones desde el año 1983.

Esta inversión de la tendencia debe imputarse principalmente a la recuperación experimentada por el coeficiente de margen de las sociedades. Este coeficiente (parte del superávit bruto de explotación en el valor añadido), que supuso globalmente alrededor del 25,3 por 100 desde 1976 hasta 1979, descendió hasta menos del 24 por 100 en 1981 y 1982; empezó a progresar a partir de 1983 para acabar fijándose, en 1986, en el 27,2 por 100, con lo que volvió a sus niveles de principios de la década de los setenta.

Las operaciones de privatización que han tenido lugar en 1987 han contribuido también sensiblemente a un nuevo incremento del número de accionistas.

Se está produciendo asimismo una reforma de la Bolsa, siendo sus elementos principales la supresión progresiva del monopolio de los agentes de cambio y bolsa en las transacciones y la elaboración de un código deontológico para los operadores.

El desarrollo del mercado ha corrido parejo con una modernización de los procedimientos:

- desmaterialización de los títulos;
- cotización continua;
- reducción de las comisiones.

A pesar de su desarrollo actual, la Bolsa de París no es sino la séptima del mundo (cuadro número 1).

**CUADRO NUM. 1**  
**CLASIFICACION DE LAS PRINCIPALES BOLSAS**  
(En número de veces la capitalización de acciones francesas y el volumen de transacciones)

	Capitalización	Volumen de transacciones
Estados Unidos .....	24	52
Japón .....	12	18
Reino Unido .....	4	4
Alemania .....	2,2	4
Canadá .....	2	2
Suiza .....	1,1	3
Francia .....	1	1

#### 1.2 Mercado de obligaciones

##### a) Volumen de emisiones

El mercado obligacionista, que fue durante mucho tiempo una fuente marginal de financiación, se ha desarrollado considerablemente en la actualidad. Como puede apreciarse en el cuadro núm. 2, el volumen de emisiones brutas aumentó sensiblemente a partir de 1980, hasta alcanzar en 1986 un valor del 7,1 por 100 del PIB.

**CUADRO NUM. 2**  
**EMISIONES BRUTAS DE OBLIGACIONES**

	1972	1979	1980	1986
En miles de millones .....	28,9	65,6	111,7	347,2
En porcentaje del PIB .....	2,9	2,7	4,0	7,1

En el mercado secundario, las transacciones pasaron de 63.200 millones en 1980 a 1.716.500 millones en 1986. La capitalización bolsista de las obligaciones se triplicó durante este mismo período (de 567.400 millones a finales de 1980 a 1.974.000 millones a finales de 1986).

Si se considera el volumen de emisiones netas con respecto al PIB, el mercado obligacionista francés es el más importante de Europa (cuadro número 3).

**CUADRO NUM. 3**  
**EMISIONES NETAS DE OBLIGACIONES/PIB**  
(En porcentaje)

	1985	1986
Alemania .....	4,3	4,5
Reino Unido .....	3,0	1,9
Francia .....	5,2	5,4
Estados Unidos .....	13,8	12,2
Japón .....	7,7	8,6

b) Naturaleza de los emisores

El sensible aumento del déficit presupuestario que se produjo a partir de 1980, y la voluntad de limitar estrictamente la creación monetaria del Tesoro, han conducido al Estado a hacer emisiones en el mercado obligacionista. El deseo prudencial de consolidar los pasivos bancarios y el control muy restrictivo de los créditos bancarios financiados mediante recursos monetarios han incitado fuertemente a las entidades financieras a incrementar sus emisiones.

Así, pues, las emisiones del Estado y las de las entidades bancarias de crédito han representado lo esencial del crecimiento del mercado primario obligacionista. Las sociedades no financieras, a pesar de la mayor contribución de las «grandes empresas nacionales», han visto cómo su parte en el total de emisiones se reducía a menos del 10 por 100 en 1985 cuando era de más del 30 por 100 en 1975. En cuanto a los emisores extranjeros siguen siendo aún muy escasos, a pesar de que la cuantía emitida en 1985 fue superior a los 5.800 millones frente a los 1.100 a 1.500 millones de los años anteriores.

c) Los suscriptores

Si se analiza la evolución de la parte que representan los diferentes suscriptores, se aprecia la importancia cada vez mayor de los organismos de inversión colectivos.

En efecto, si bien la demanda de títulos se alimentó gracias a la mejora de las condiciones de remuneración del ahorro obligacionista, también se vio estimulada por la creación de los organismos de inversión a corto plazo.

Se han combinado tres elementos para hacer especialmente interesante la inversión en obligaciones: tipos de interés reales altos, tipos nominales en baja regular desde mediados de 1981 y un régimen tributario favorable.

Entre 1975 y 1980 los tipos de interés que se

CUADRO NUM. 4  
PORCENTAJE DE LAS DIFERENTES CATEGORIAS DE SUSCRIPTORES

	1982	1986
Particulares .....	47,6	21,0
OICVM .....	10,2	33,3
de ellos, a corto plazo .....	—	16,3
Compañías de seguros .....	15,4	15,4
Cajas de jubilación .....	6,5	5,8
Sociedades y asociaciones diversas ...	19,1	22,7
Extranjeros .....	1,2	1,8
	100,0	100,0

Fuente: Crédit Lyonnais.

proponían en el mercado obligacionista sólo eran ligeramente superiores a la tasa de inflación e incluso a veces inferiores, como ocurrió en 1975 y 1979; pero en la segunda parte de dicho período empezaron a aumentar de manera notable, y a partir de 1982 han superado constantemente en más de cuatro puntos la subida de los precios al por menor.

El régimen tributario también ha resultado ser incitativo, sobre todo en el caso de los particulares. Las rentas de las obligaciones francesas no sujetas a ningún índice gozan de una desgravación liberatoria del impuesto sobre la renta del orden de un 25 por 100 (+ 1 por 100 desde 1984).

Las plusvalías realizadas con ocasión de cesiones de valores mobiliarios sólo están gravadas con un 15 por 100 (+ 1 por 100 desde 1984) a partir de una franquicia (250.000 F en 1986). Este régimen tributario ha resultado tanto más favorable cuanto que la baja de los tipos permitió realizar importantes plusvalías a partir de 1982.

La demanda de títulos obligacionistas ha sido tanto mayor cuanto que dejaron de ser interesantes otros productos de ahorro competitivo. En este sentido, han sido dos las medidas que han ejercido una influencia determinante: la limitación de la libre remuneración de las cuentas a plazo y los bonos de caja, decidida en el mes

CUADRO NUM. 5  
COEFICIENTE DE DESGRAVACION LIBERATORIA  
(En porcentaje)

	Depósitos a plazo y bonos nominativos	Bonos anónimos	Obligaciones	Títulos a corto plazo negociables
29.11.65 - 01.01.75 .....	25	25	25	—
01.01.75 - 15.07.78 .....	33 1/3	33 1/3	25	—
16.07.78 - 31.12.79 .....	40	40	25	—
01.01.80 - 31.12.82 .....	38	42	25	—
01.01.83 - 31.12.83 .....	45	50	25	—
01.01.84 - 31.12.85 .....	46	51	26	46
01.01.86 .....	46	51	26	33

de septiembre de 1981, y el endurecimiento progresivo de los impuestos que gravaban estos productos.

Por último, los OICVM a corto plazo (SICAV y FCP), que se crearon en 1982 como reacción frente al endurecimiento de la normativa reguladora de los intereses crediticios, han intervenido de manera capital en la reorientación del ahorro hacia el mercado obligacionista. Como están mejor situados que los particulares o las empresas para manejar los riesgos de fluctuación de los tipos (títulos de tipos variables, retroventas, operaciones con el MATIF), y como ofrecen a sus suscriptores a la vez una gran liquidez y una remuneración de tipos de mercado, estos organismos han tenido mucho éxito.

## 2. Creación de títulos negociables a corto plazo y reforma del mercado monetario

El desarrollo de los mercados de valores mobiliarios se ha conseguido a costa de la sofisticación de las técnicas y la diversificación de los productos. Esta evolución ha obligado a cuestionar las distinciones que se hacían tradicionalmente dentro de los activos financieros:

— La frontera entre acciones y obligaciones se ha difuminado con la aparición de los títulos de asociados sin derecho de voto y los títulos de crédito subordinados.

— La frontera entre obligaciones y activos monetarios ya no es tan clara a resultas de la enorme liquidez de las partes de SICAV y las fórmulas que reducen los riesgos inherentes a la fluctuación de los tipos (adquisición de obligaciones con retroventa, títulos de tipo variable o revisable) que han penetrado ampliamente entre los inversores gracias a los OICVM a corto plazo.

En consecuencia, se consideró necesario completar el abanico de inversiones existente mediante la creación de títulos a corto plazo negociables (véanse en el esquema 1 sus características) con objeto de:

— Permitir que los prestatarios puedan elegir para financiarse entre el crédito bancario en todas sus formas y la emisión de títulos en la casi totalidad de los plazos posibles.

— Brindar a los prestamistas una opción entre el depósito de sus fondos en un banco y la adquisición de títulos de todos los plazos (y no ya sólo de acciones u obligaciones) ora de manera directa, ora a través de SICAV o de FCP.

Los certificados de depósitos, los billetes de tesorería (emitidos por las empresas) y los bonos del Tesoro negociables tienen, desde el día 1 de marzo de 1987, características idénticas en lo tocante a su cuantía mínima (cinco millones de francos) y su duración (de diez días a siete años).

A 30 de abril de 1987, los efectos no vencidos de estos títulos a corto plazo ascendían a 419.000 millones de francos, de los que 165.000 millones estaban en posesión de OICVM o de agentes no financieros.

El desarrollo de estos nuevos mercados se ha visto acelerado por la reforma del mercado monetario. Este último, aunque reservado en principio a las entidades de crédito, estaba abierto a determinadas empresas «no bancarias» que podían, pues, conseguir para sus depósitos a la vista remuneraciones a tipos de mercado. Era éste el caso de las compañías de seguros, las cajas de jubilación, la Cámara Sindical de Agentes de Cambio y Bolsa, y las SICAV. La voluntad de favorecer el desarrollo entre el público de los títulos negociables y limitar el acceso al mercado de la «moneda banco central» ha conducido a definir con mayor precisión un *mercado interbancario* accesible exclusivamente a las entidades de crédito. Así, pues, se ha ido cerrando progresivamente para las antiguas ENBAMM la posibilidad de que se remuneraran libremente sus depósitos más cortos, obligándolas a administrar sus liquideces sobre la base de operaciones de pensiones y compra y venta de títulos negociables, lo cual ha contribuido al desarrollo de los nuevos mercados.

## 3. Mercados a plazo de instrumentos financieros

Abierto el día 20 de febrero de 1986, el «mercado a plazo de instrumentos financieros» (MATIF) sólo se ocupaba en principio de contratos a largo plazo (valor unitario, 500.000 francos) relativos a un empréstito nocional equivalente a un empréstito del Estado de una duración de diez años, amortizable *in fine* y reportando interés al tipo de un 10 por 100. En caso de entregas efectivas, éstas se efectuarán en empréstitos sinónimos garantizados por el Estado. Desde el mes de junio se están negociando contratos relativos a bonos del Tesoro a tres meses.

La actividad en el MATIF ha superado con creces las hipótesis más optimistas; en efecto, al cabo de un año de funcionamiento, el número de contratos suscritos en una sesión de activi-

ESQUEMA 1

**TITULOS DEL MERCADO MONETARIO**  
(Negociables por el conjunto de los agentes económicos)  
(23/02/1987)

BANQUE DE FRANCE  
DIRECTION GENERALE DES ETUDES  
Direction des Etudes et  
Statistiques Monétaires  
S.A.S.N.

	CERTIFICADOS DE DEPOSITO CD	BONOS DE TESORERIA BT	BONOS DEL TESORO (NEGOCIABLES) BTR	BONOS EMITIDOS POR INST. FINAN. ESPECIALIZADAS (NEGOCIABLES) BIFS	BONOS EMITIDOS POR SOCIEDADES FINANCIERAS BSF	BONOS EMITIDOS POR ENTIDADES art. 99 BNI
fecha de creación	marzo de 1985	diciembre de 1985	diciembre de 1985	diciembre de 1985	mayo de 1986	marzo de 1987
Emisores	Entidades de crédito que: — pueden recibir fondos del público a menos de 2 años, es decir, bancos de la AFB, bancos mutualistas, cajas de ahorro y entidades de crédito municipales, CDC. — deben constituir reservas sobre el pasivo exigible.	Empresas que no sean entidades de crédito, con más de 2 años de existencia: — Sociedades por acciones que puedan apelar públicamente al ahorro. — Empresas del sector público, cooperativas agrícolas y sus asociaciones con capital propio superior a 1,5 MF. — GIE y SNC compuestas únicamente por emisores potenciales.	Tesoro.	— Entidades financieras especializadas (CEPNE, Comptoir des Entrepreneurs, Crédit National, CFF, SDR...) — para bonos a menos de 2 años, instituciones financieras especializadas con constitución de reservas obligatorias (CFF, CN, SDR, CEPNE, CDE).	— Sociedades financieras sujetas a reservas obligatorias. — Capital mínimo: 15 millones. — Excluidas las sociedades de caución mutua.	— Entidades contempladas en el artículo 99 de la ley de 24/01/84 (sociedades de valores). — Capital mínimo 15 millones.
Plazo mínimo	6 meses; después, 3 meses (1/06/86) <b>10 días (1/03/87)</b>	<b>10 días</b>	en la práctica 13 semanas	2 años; después, <b>10 días (1/03/87)</b>	2 años; después, <b>10 días (1/03/87)</b>	<b>10 días</b>
Plazo máximo	2 años; después, 7 años (1/2/86)	180 días; después, 2 años (1/06/86) <b>7 años (1/03/87)</b>	en la práctica 5 años	<b>7 años</b>	<b>7 años</b>	<b>7 años</b>
Valor unitario mínimo	5 MF Sin prima de reembolso	5 MF Ni prima de reembolso ni prima de emisión para los bonos a menos de 2 años	(5 MF)	5 MF	5 MF	5 MF
Tipo de interés	tipo fijo	tipo fijo para los bonos a menos de 2 años	(tipo fijo)			
Agregados monetarios (si tenidos por ANF+OPCVM)	M3-M2	L-M3	L-M3	M3-M2	M3-M2	M3-M2
Reservas obligatorias	SI—para el circulante bruto de certificados a menos de 2 años	NO	NO	SI—para el circulante bruto de bonos a menos de 2 años	SI—para el circulante bruto de bonos a menos de 2 años	SI—para el circulante bruto de bonos a menos de 2 años
Mercado secundario	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Excluida la intervención del emisor.	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Colocación y negociación por: • entidades de crédito • entidades «del artículo 99» • agentes de los mercados interbancarios • agentes de cambio — Posible intervención del emisor.	— Contrato MATIF sobre bonos del Tesoro a 90 días.	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Colocación y negociación por: • entidades de crédito • entidades «del artículo 99» • agentes de los mercados interbancarios • agentes de cambio	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Colocación y negociación por: • entidades de crédito • entidades «del artículo 99» • agentes de los mercados interbancarios • agentes de cambio	— Reglamentado por el CRB; el Banco de Francia se encarga de asegurar su buen funcionamiento. — Colocación y negociación por: • entidades de crédito • entidades «del artículo 99» • agentes de los mercados interbancarios • agentes de cambio
Otras características	— Depósito de los certificados obligatorio para los residentes: • en una entidad de crédito • en una entidad «del artículo 99»	— Línea de crédito de sustitución otorgada por un banco, para al menos el 75% del circulante de bonos a menos de 2 años de plazo de vencimiento inicial. — Publicación por el emisor de su situación trimestral de tesorería, y, para los emisores a más de 2 años, de la misma información que se exige para las emisiones de valores mobiliarios. — En las emisiones a más de 2 años, designación de una agencia especializada que interviene bajo la vigilancia del Banco de Francia. — Domiciliación en una entidad de crédito facultada para recibir depósitos a la vista.	— emitidos por adjudicación al Banco de Francia — administrados en c/c en el Banco de Francia	— administrados en c/c en el Banco de Francia — el circulante de bonos con plazo de vencimiento inicial inferior a 2 años no puede sobrepasar el 15% del total de créditos a clientes y operaciones de crédito-arrrendamiento	— el circulante de bonos con plazo de vencimiento inicial inferior a 2 años no puede sobrepasar el 15% del total de títulos en cartera, ni el exceso de préstamos sobre empréstitos en los agentes financieros — domiciliación en una entidad de crédito o en una entidad «del artículo 99»	— el circulante de bonos con plazo de vencimiento inicial inferior a 2 años no puede sobrepasar el 15% del total de títulos en cartera, ni el exceso de préstamos sobre empréstitos en los agentes financieros — domiciliación en una entidad de crédito o en una entidad «del artículo 99»
Textos de base	— Reglamentos 85/06, 85/19, 86/10, 86/11 del CRB — Carta del Gobernador de 1/03/85	— Ley n.º 85-1321, de 14/12/85 — Decretos n.º 85-1388, de 16/12/85, y n.º 86-210, de 11/02/86 — Reglamentos 85/18, 86/07, 86/11 y 86/19 del CRB	No hay texto	— Ley n.º 85-1321, de 14/12/85 — Reglamentos 85/20, 86/07, 86/19, 87/01 y 87/02 del CRB	— Reglamentos 86/12, 86/19 y 87/03 del CRB	— Reglamento 87/03 del CRB
Fiscalidad	— Rendimientos: sin retención en origen, gravamen liberatorio opcional para las personas físicas al 32% (+1%) — Plusvalías: asimiladas a rendimientos.					

CRB: Comité de Reglamentación Bancaria; MF: millones de francos; GIE: grupo de interés económico; SNC: sociedades colectivas.

dad normal es superior al registrado en el LIFFE de Londres.

En fecha muy próxima debería empezar a funcionar un mercado de opciones.

#### 4. Desmantelamiento del control de cambios

A través de cinco series de medidas (15 de abril, 21 de mayo, 8 de julio y 18 de diciembre de 1986 y 21 de mayo de 1987), los particulares y las empresas han vuelto a gozar de un grado de libertad sin precedentes desde el año 1968.

Sin embargo, aún subsiste para los particulares y las empresas no exportadoras la prohibición de abrir cuentas en el extranjero (y cuentas en divisas en los bancos residentes).

Asimismo, los préstamos en francos a no residentes cuando no forman parte de una operación comercial sólo quedan autorizados hasta una cuantía igual a los recursos en francos recaudados entre los no residentes.

A pesar de estas restricciones, los particulares tienen libertad total para constituirse un patrimonio en títulos extranjeros o activos inmobiliarios situados en el extranjero. Las empresas también gozan de gran libertad para administrar sus riesgos comerciales y realizar operaciones financieras (libertad para invertir en el extranjero, para realizar empréstitos en divisas, coberturas a plazo o adquisiciones de títulos).

#### 5. Evolución de la importancia de las financiaciones intermedias en la financiación de la economía

La cuantía de la intermediación mencionada más adelante viene dada por la relación entre la deuda intermediada de los agentes no financieros residentes (créditos concedidos por las entidades financieras) y el total de su financiación exterior.

A partir de 1980 la estructura de los flujos financieros está evolucionando en el sentido de una consolidación del papel del mercado financiero, en detrimento de la intermediación bancaria.

Los intermediarios financieros, que cubrían casi un 80 por 100 de la financiación de la economía en 1981, ya sólo cubren aproximadamente un 40 por 100 en 1986. Esta deformación de las fuentes de la financiación exterior (sin contar la autofinanciación) de los agentes se debe, en lo esencial, a un desarrollo muy importante de los recursos recaudados en los mercados internos de capital. En este sentido, el año 1986 ha resultado ser un año clave. En primer lugar, la progresión de la totalidad de las financiaciones a la economía fue inferior a la registrada en 1985, evolución similar a la mejora de los resultados de las empresas y al aumento de la importancia de su autofinanciación. Por otra parte, ha sido muy pronunciado el descenso del coeficiente de intermediación en el transcurso del año. Este retroceso de más de veinte puntos se explica a la vez por una progresión menor de las financiaciones con intermediarios y un mayor desarrollo de las financiaciones sin intermediación:

— Las entidades financieras han reducido a la mitad aproximadamente sus préstamos a la economía, respondiendo, a la vez, a la voluntad del Estado de financiar su presupuesto mediante recursos no monetarios y a la escasez de la demanda de crédito por parte de las sociedades.

— La progresión de las financiaciones sin intermediación superó en 100.000 millones la que se registró en 1985; mientras que las financiaciones exteriores a la nación disminuían sensiblemente, los agentes han recurrido masivamente a los recursos recaudados en el mercado interno en forma tanto de acciones como de obligaciones.

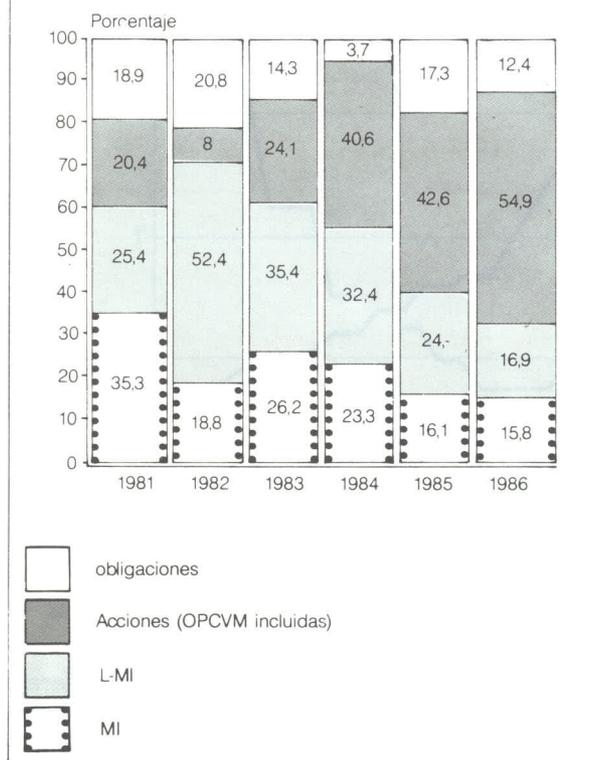
La financiación sin intermediación de las sociedades representaba tan sólo del 30 al 35 por 100 de las financiaciones exteriores a principios

CUADRO NUM. 6  
EVOLUCION DE LA NATURALEZA DE LAS FINANCIACIONES

Flujos netos (en miles de millones)	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Financiación por instituciones financieras A .....	314,8	420,9	386,6	342,0	385,5	215,6
Financiaciones desintermediadas B .....	92,0	123,0	161,7	199,3	226,5	340,4
Total de financiaciones C = (A + B) .....	406,8	543,9	548,3	541,3	612,0	556,0
Tasas de intermediación financiera A/C .....	0,77	0,77	0,71	0,63	0,63	0,39

GRAFICO 1

**EVOLUCION DE LA ESTRUCTURA DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS (Calculada sobre las variaciones)**



de la década de los ochenta; este porcentaje ascendió a casi el 50 por 100 en 1985 y al 80 por 100 en 1986.

El proceso de desintermediación también se ha desarrollado en la mayoría de los demás países de la OCDE. Se recoge en el cuadro número 8 la evolución en otros países del porcentaje de las financiaciones con intermediarios en las financiaciones exteriores (según una metodología similar a la utilizada en el caso de Francia en los cuadros anteriores). Habida cuenta del elevado porcentaje que representaban las entidades financieras en la financiación de la economía francesa a finales de la década de los setenta, la inflexión es superior en Francia que en otros países, como Estados Unidos o el Reino Unido, en los que siempre han sido importantes las financiaciones directas.

**II. CONSECUENCIAS SOBRE LOS COMPORTAMIENTOS DE LOS AGENTES ECONOMICOS**

**1. Evolución de la estructura de los patrimonios financieros**

En la década de los setenta, la liquidez en posesión de los agentes no financieros (incluida en M3), que constituía el recurso primario de la intermediación financiera, representaba cerca del 80 por 100 del incremento de sus activos financieros; este porcentaje descendió hasta el 56 por 100 en 1984, y a menos del 33 por 100 en 1986.

**CUADRO NUM. 7 ESTRUCTURA DE LA FINANCIACION DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

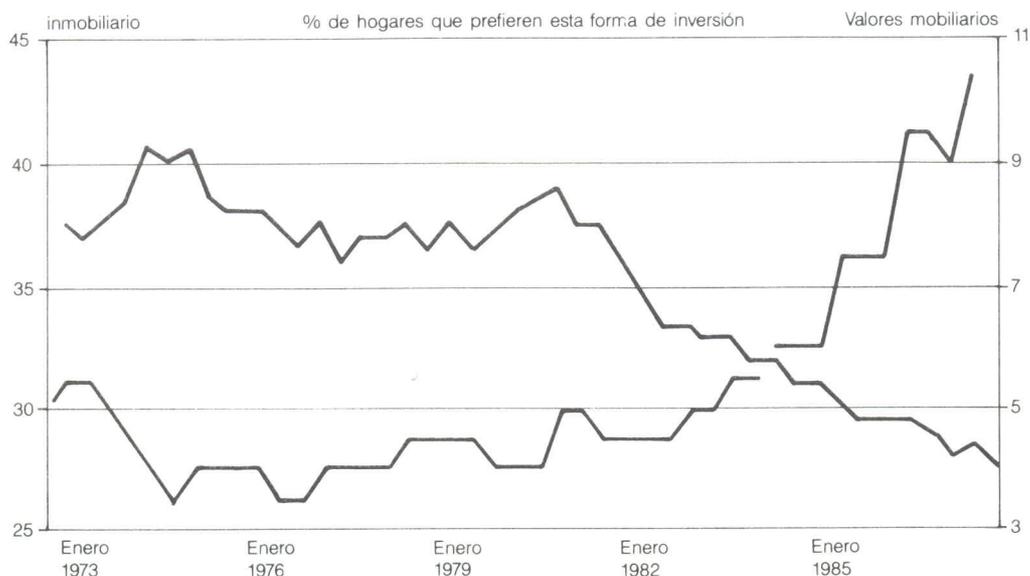
Flujos netos (en miles de millones de francos)	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Financiación por instituciones financieras A .....	129,1	169,6	162,6	137,1	138,7	48,6
Financiaciones desintermediadas B .....	73,5	91,3	109,5	106,1	127,6	194,9
<b>Total C = (A + B) .....</b>	<b>202,6</b>	<b>260,9</b>	<b>272,0</b>	<b>243,2</b>	<b>266,3</b>	<b>243,5</b>
Tasas de intermediación A/C .....	0,64	0,66	0,59	0,56	0,52	0,20
Pro memoria: autofinanciamiento .....	175,9	203,1	237,6	286,6	325,5	376,7

**CUADRO NUM. 8 PROPORCION DE LAS FINANCIACIONES INTERMEDIADAS EN LAS FINANCIACIONES EXTERNAS DE LOS AGENTES NO FINANCIEROS**

	1970	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Estados Unidos .....	0,71	0,76	0,57	0,62	0,42	0,48	0,63
Japón .....	0,54	0,62	0,63	0,51	0,66	0,65	0,68
Alemania Federal .....	0,91	0,95	0,96	0,98	0,79	0,80	0,82
Italia .....	0,42	0,62	0,59	0,48	0,39	0,30	nd
Francia .....	0,77	0,80	0,69	0,77	0,78	0,71	0,62

GRAFICO 2

**DESPLAZAMIENTO DE LA INVERSION INMOBILIARIA EN BENEFICIO DEL MERCADO FINANCIERO**



Fuente: Economía y Finanzas Agrícolas

**2. Arbitraje entre inversiones en activos financieros e inversiones físicas**

**2.1 Arbitraje de los hogares entre inversiones en vivienda e inversiones financieras**

Al retroceder la inflación, los ahorradores han experimentado cada vez menos la necesidad de adquirir activos reales (valores refugio) para protegerse contra la erosión monetaria.

El caso del sector inmobiliario es sintomático. En Francia, entre 1945 y 1981, su importancia no ha dejado de aumentar por mor de una cierta penuria y un trato fiscal privilegiado y también porque los franceses, al adquirir su vivienda, han podido durante mucho tiempo esperar sacar un doble provecho: realizar una plusvalía y de resultas de una inflación creciente devolver el préstamo que se les había concedido en una moneda fuertemente depreciada, tanto más cuanto que su poder adquisitivo parecía sólidamente garantizado. Durante estos treinta y cinco años el sector inmobiliario francés no se ha visto afectado por ninguna crisis, ni siquiera por la que siguió al conflicto petrolífero en la mayoría de los países desarrollados. En estas condiciones, la crisis de 1982 se ha sentido de manera todavía más brutal. Los precios han bajado y en algunos casos se han hundido literalmente, con dificultades absolutamente inesperadas para encontrar compradores en los casos de venta.

Comparadas con las inversiones financieras, las inversiones inmobiliarias han evidenciado tener una rentabilidad escasa y ofrecer perspectivas de plusvalías muy inferiores.

**2.2 Arbitraje de las empresas entre inversiones financieras e inversiones físicas**

Se suele afirmar frecuentemente que, en un contexto de tipos de interés reales altos, las empresas prefieren abstenerse de invertir y se dedican a incrementar sus activos financieros. Sin embargo, esta idea, sólidamente anclada en la opinión pública, no es fácil de demostrar.

**a) Impacto de los tipos de interés en la inversión**

Siempre ha resultado difícil poner de manifiesto empíricamente la influencia en la inversión de los tipos de interés. Esta incidencia ha resultado ser mínima, cuando no inexistente, en todos los trabajos econométricos realizados en Francia.

Ahora bien, la fiabilidad de estos resultados es dudosa porque se han obtenido a partir de estudios realizados en las décadas de los sesenta y los setenta, que se caracterizaron por bajos tipos de interés y una fuerte inflación; la situación actual (altos tipos de interés reales, baja inflación) es totalmente nueva para Francia.

Es difícil imaginar que la rentabilidad económica del capital físico pueda mantenerse de manera duradera por debajo del rendimiento de las inversiones financieras sin dar lugar a arbitrajes. Es asimismo probable que las sustituciones a corto plazo acaben afectando los plazos de realización de las inversiones. Admitiendo incluso que las existencias deseadas de capital fueran insensibles a las condiciones financieras, lo cierto es que el ritmo de las inversiones (y, dentro de él, el perfil de ajuste del capital a su nivel deseado) es susceptible de verse influido por los tipos de interés.

De una manera más general, el comportamiento de desendeudamiento, mediante el cual muchos observadores explican hoy las escasas inversiones, se analiza igualmente como un fenómeno de arbitraje entre activos reales y activos financieros (en este caso concretamente se trata de pasivos financieros). Como el efecto de palanca se ha negativizado desde el año 1982, las empresas encuentran mayores ventajas hoy en reducir su endeudamiento que en invertir. Este razonamiento se basa en la comparación entre el coste de las financiaciones y el del rendimiento.

#### b) Datos de la contabilidad nacional

Refiriéndose a las cuentas de las sociedades elaboradas en el marco de la contabilidad nacional (véase cuadro núm. 9), es posible aportar algunas precisiones.

— Entre 1980 y 1985 las adquisiciones de valores mobiliarios referidas, por una parte, al ahorro bruto y, por otra, al valor añadido de las sociedades, pasaron, respectivamente, del 7,7 al 53 por 100 y del 0,8 al 6,5 por 100.

— Sin embargo, esta evolución refleja, en parte, una reordenación de carteras, ya que, en el mismo tiempo, descendió sensiblemente el porcentaje de los haberes monetarios en los activos de las sociedades. Así, pues, la relación entre el incremento de la totalidad de los activos financieros y el valor añadido pasó, entre 1980 y 1985, del 4,4 al 6,7 por 100, esto es, una progresión relativa muy inferior a la de las adquisiciones de valores mobiliarios solas. La relación entre el incremento de los activos financieros y el ahorro bruto varió por su parte del 38,5 al 54,7 por 100

— La relación entre la FBCF y el valor añadido pasó del 19,3 en 1980 al 16,6 en 1985. De hecho, el descenso de la tasa de inversiones ha sido continuo desde 1980 hasta 1984, con un retroceso brutal en 1983, año en que el coeficiente llegó a ser del 17,2 por 100 (18,4 por 100 en 1982).

En cualquier caso, es difícil relacionar el retroceso de las inversiones con el entusiasmo por los valores mobiliarios: durante todo el período de declive sensible del coeficiente FBCF/valor añadido (1980-1983) varió poco la importancia relativa de las compras de valores mobiliarios en los empleos de las sociedades. En 1983, año en que se acentuó el retroceso de la inversión, aumentaron considerablemente las liquedeces

CUADRO NUM. 9  
DATOS DE LA CONTABILIDAD NACIONAL: CUENTAS DE LAS SOCIEDADES

(En miles de millones)	1980	1983	1985
1. Valor añadido .....	1.463	2.062	2.412
2. Ahorro bruto .....	169	201	296
3. Variación de los créditos en dinero .....	52	74	5
4. Variación de los créditos en acciones y obligaciones .....	13	47	157
5. Formación Bruta de capital fijo (FBCF) (fuera de <i>stocks</i> ) .....	283	354	401

(En porcentaje)	1980	1983	1985
Adquisición de créditos en acciones y obligaciones	$\frac{4}{2}$ .....	7,7	23,3
Ahorro bruto	$\frac{4}{2}$ .....		53
Adquisición de créditos en acciones y obligaciones	$\frac{4}{1}$ .....	0,8	2,2
Valor añadido	$\frac{4}{1}$ .....		6,5
Adquisición de créditos en dinero y en acciones y obligaciones	$\frac{3+4}{2}$ .....	38,5	60,2
Ahorro bruto	$\frac{3+4}{2}$ .....		54,7
Adquisición de créditos en dinero y en acciones y obligaciones	$\frac{3+4}{1}$ .....	4,4	5,8
Valor añadido	$\frac{3+4}{1}$ .....		6,7
Formación bruta de capital fijo	$\frac{5}{1}$ .....	19,3	17,2
Valor añadido	$\frac{5}{1}$ .....		16,6
Ahorro bruto	$\frac{2}{1}$ .....	11,6	9,7
Valor añadido	$\frac{2}{1}$ .....		12,3

como reflejo del comportamiento de espera de las sociedades.

Ahora bien, esta política de espera se vio favorecida aparentemente en los años 1984-1986 por las condiciones extremadamente favorables de los mercados de capitales. Estas condiciones determinaron no sólo una transferencia masiva de los haberes líquidos hacia los títulos, sino también un incremento propio de las carteras de valores mobiliarios. Mientras que el coeficiente activos financieros/valor añadido llegaba hasta niveles cercanos al 7 por 100, la tasa de inversión se estancó en el 16,5 por 100 en 1985 y también en 1986, de acuerdo con las primeras cifras disponibles.

Así, pues, se advierte claramente que el entusiasmo por las inversiones financieras no ha sido responsable de la caída de la inversión, pero ¿podría decirse que ha impedido su reactivación? Este interrogante podría contestarse con dos respuestas extremas entre las que es muy difícil decidirse:

— Las razones que justificaron la política de espera de las sociedades entre 1980 y 1983 (ausencia de mercados suficientes, por ejemplo) siguen siendo las mismas y lo único que han hecho las sociedades ha sido maximizar la gestión de sus tesorerías (arbitrajes entre inversiones bancarias ordinarias e inversiones financieras).

— En un contexto que se caracteriza por la considerable mejora de sus resultados (el coeficiente ahorro bruto/valor añadido pasó de 1983 a 1985 del 9,7 al 12,3 por 100) las sociedades se deciden a favor de las inversiones financieras y en detrimento de las inversiones físicas.

En cualquier caso, lo cierto es que se advierte un incremento considerable de la importancia de la función financiera dentro de las empresas.

Como las pérdidas potenciales en operaciones mal cubiertas, desde el punto de vista de los riesgos inherentes a los tipos de cambio o de interés, pueden ser superiores a los beneficios que se esperan de la actividad industrial o comercial, la función financiera se ha consolidado en los últimos años dentro de la empresa. Se ha revalorizado sensiblemente la importancia de la gestión de tesorería; el tesorero contribuye más ampliamente a la formación del resultado de la empresa, viéndose obligado a intervenir en los mercados, a correr riesgos y a administrarlos —cuando antes era ésta la función de los bancos (función más valorada, pero al mismo tiempo fuente de mayores tensiones para los operadores)— como ya lo hacían a principios

de la década de los setenta algunas grandes sociedades multinacionales.

Dentro de las grandes empresas, la gestión de los problemas financieros (seguros, sector inmobiliario, servicio financiero de la deuda, etcétera) tiene tendencia a agruparse en el seno de una misma rama de actividad, que incluye también, en ocasiones, entidades financieras, e incluso, en algunos casos, un banco de tesorería. Las entidades financieras del grupo pueden, en estos casos, recibir la responsabilidad delegada de administrar los riesgos en materia de tipos de interés y tipos de cambio.

### III. MUTACIONES DEL SISTEMA BANCARIO

#### 1. La desintermediación

Las entidades financieras registraron una primera ola de desintermediación en el año 1980, con el desarrollo del mercado de capitales a largo plazo. Y, desde hace casi dos años, están soportando las consecuencias de la creación de los mercados de instrumentos a corto plazo negociables (*commercial paper* y bonos del Tesoro negociables).

La liberalización progresiva del control de cambios las está obligando a afrontar una tercera ola de desintermediación.

##### 1.1. Primera ola, 1980-1985: las SICAV y FCP a corto plazo

A partir del año 1980 aumentaron considerablemente la oferta y la demanda de obligaciones. Como ya se indicó, la voluntad de las autoridades de financiar el déficit presupuestario mediante recursos no monetarios determinó un nuevo impulso de la oferta. Por su parte, el deseo de los agentes no financieros —sobre todo después de la reforma de la normativa de los intereses crediticios del mes de septiembre de 1981— de contar con remuneraciones elevadas determinó una fuerte progresión de la demanda.

En consecuencia, disminuyeron los empleos (financiación del Tesoro mediante la adquisición de bonos) y los recursos (depósitos de tipos regulados) de los bancos, por lo que éstos reaccionaron frente a esta primera ola de desintermediación creando las SICAV y las FCP a corto plazo, que absorbieron los fondos que antes recaudaban directamente los bancos, colocándolos en el mercado obligacionista.

Así, pues, los bancos han recuperado, en forma de comisiones de gestión, la totalidad o una parte de los beneficios que percibían como consecuencia del margen existente entre los empleos y los recursos perdidos.

Gracias a las SICAV y las FCP a corto plazo, los bancos han podido contar igualmente con una clientela cautiva, en la que colocaban sus propias emisiones de obligaciones.

### 1.2 Segunda ola, 1986: los pagarés de tesorería y los bonos del Tesoro negociables

Al poner en contacto directamente a prestatarios y prestamistas a corto plazo, el desarrollo de los bonos de tesorería se ha traducido, sin que variaran por lo demás los otros parámetros, en una disminución de los créditos bancarios a las empresas y los depósitos bancarios de los agentes no financieros. Independientemente de su impacto cuantitativo en los empleos y recursos de los bancos, la creación de bonos de tesorería ha tenido repercusiones en:

- el conjunto de las condiciones deudoras, y
- la calidad de los riesgos bancarios.

Al perder el monopolio de la suscripción de bonos del Tesoro, pero también, y sobre todo, al perder una parte de la financiación a corto plazo de las empresas emisoras de papel comercial, los bancos han visto cómo disminuían sus empleos menos arriesgados.

A partir de un determinado descenso del nivel medio de sus riesgos, los bancos deben enfrentarse con un fenómeno de «mercadización»: de acuerdo con las evoluciones registradas en Estados Unidos, el desarrollo del *commercial paper* en un contexto de fuerte disminución de las necesidades de financiación de las empresas ha exacerbado la competencia entre las entidades financieras. En lo sucesivo, una parte cada vez más importante de los nuevos préstamos bancarios se está concediendo no ya a tipos referidos al TBB (tipo básico bancario), sino al TMM (tipo del mercado monetario), y a los bancos sólo les queda un margen relativamente escaso por encima de este tipo de referencia.

Con objeto de compensar la disminución de la calidad de sus riesgos y la de sus márgenes, los bancos han:

— Por una parte, desarrollado su actividad de prestatarios de servicios con respecto a las empresas; así, pues, son ellos los que se ocupan de colocar los bonos de tesorería, ya que se exige para éstos una línea de crédito de sustitución por una cuantía de hasta el 75 por 100 de los efectos no vencidos en circulación.

— Por otra parte, incrementado su distribución de créditos a particulares (créditos para el consumo y la vivienda) en un clima de gran competencia, es decir, de tipos bajos.

### 1.3 Tercera ola: la supresión del control de cambios

Con la supresión progresiva del control de cambios las empresas francesas están recurriendo cada vez más a las técnicas financieras internacionales, que han contribuido ampliamente al desarrollo de los mercados financieros internacionales y al proceso de desintermediación bancaria.

Las empresas francesas están empezando concretamente a utilizar las nuevas técnicas de empréstito que vienen a sustituir a los créditos clásicos de tipos fijos o revisables (emisiones de papel a corto plazo, *swap* de divisas o tipos de interés) como también las técnicas de cobertura en los mercados a plazo o directamente de común acuerdo con otros interlocutores bancarios o no bancarios.

Como en otros países, esta evolución implica un desarrollo de las operaciones fuera de balance de los bancos (*off balance-sheet operations*) y acentúa todavía más su actividad como prestatarios de servicios.

## 2. La diversificación de las actividades

Se está observando el desarrollo de la función financiera y la internacionalización creciente de los bancos franceses.

### 2.1 Importancia de la función financiera en la organización y los resultados de los bancos

En los bancos, la globalización de la contratación se traduce, cada vez más frecuentemente, en la reunión bajo una misma autoridad de las actividades en los diferentes mercados internos y externos. Así, por ejemplo, en los grandes bancos franceses, a semejanza de lo que se ha observado en los países anglosajones y en Japón, se ha creado una dirección central de los mercados de capital con objeto de reagrupar las operaciones de contratación nacionales e internacionales, las relaciones con la clientela de las empresas y los intermediarios financieros, la gestión de las carteras privadas y colectivas (SICAV, FCP) y, en algunos casos, la organización de

operaciones de capital entre empresas (fusiones y adquisiciones). Es frecuente la creación de salas de contratación comunes para las operaciones en francos y en divisas. Los grupos bancarios tienden a crear además, muchas veces en forma de consorcio, bancos de arbitraje o de tesorería que engloban dentro de estructuras ligeras (de 50 a 100 asalariados) a especialistas de diferentes mercados o productos con objeto de aprovechar al máximo los rendimientos diferenciales entre los diferentes mercados y disponer de una visión global de los arbitrajes.

Esta evolución se manifiesta en las cuentas de resultados de los bancos. En efecto, cabe la posibilidad de evaluar la importancia de las operaciones con los nuevos instrumentos financieros con respecto al producto bancario. Así, la Comisión Bancaria se ha dedicado a analizar la importancia de los «productos diversos» que engloban, de hecho, las operaciones de contratación de las entidades (gestión de los títulos de la clientela, cartera de inversiones de la entidad, operaciones de cambio y arbitraje). En 1986, sólo en el caso de los bancos AFB, estos productos representaron el 25 por 100 del producto bancario global (e incluso el 58 por 100 en determinados casos) frente al 17 por 100 en 1985 y el 13 por 100 en 1984.

Otro de los medios para aprehender la importancia de estas nuevas actividades consiste en seguir la evolución de algunos gastos generales. Al margen de los gastos de personal, estos gastos aumentaron en un 7,6 por 100 en 1986, esto es, según un ritmo superior al de la inflación. Ahora bien, estos gastos generales engloban, en la mayoría de los casos, el montaje de una informática pesada, indispensable para casi todas las operaciones que se efectúan con los nuevos instrumentos financieros.

## 2.2 Internacionalización de la actividad de los bancos franceses

La cuantía de las inversiones en el extranjero realizadas por los bancos franceses pasó de

6.800 millones en 1978 a 20.800 millones en 1985, triplicándose en francos corrientes entre dichas dos fechas. El porcentaje de la situación de las agencias extranjeras en el total acumulado de la situación de los bancos franceses implantados en el extranjero (en total, 55 bancos sobre 299 de derecho francés en 1984) aumentó así del 18,1 por 100 en 1978 al 41,5 por 100. Las operaciones fuera de balance de estas agencias representan en el momento actual más del 60 por 100 de la actividad fuera de balance en Francia y el extranjero.

## 3. Estructura de los balances de los bancos franceses

El balance de las instituciones financieras pone de manifiesto la importancia cada vez mayor de las operaciones en divisas y de las operaciones efectuadas con los no residentes en el total del balance de las entidades financieras bancarias.

También revela el pequeño porcentaje de los empleos de los bancos en títulos negociables en francos (un 3,7 por 100 en 1984, del que un 2,1 por 100 en bonos del Tesoro, frente a, respectivamente, el 2,6 y el 1,5 por 100 en 1977).

Ahora bien, conviene precisar que, en términos de flujo, los títulos de inversión en cartera en los bancos han progresado un 21,8 por 100 en 1985 y un 27,5 por 100 en 1986. Estos ritmos de crecimiento son comparables a los del crédito bancario: 11,1 por 100 en 1983, 9,2 por 100 en 1985 y 6,2 por 100 en 1986.

Si sólo se consideran los empleos y los recursos en francos con los residentes (compensando las operaciones de tesorería entre entidades financieras y eliminando las partidas diversas de activo y pasivo) se obtiene la representación esquemática que se indica en el cuadro número 10.

Los bancos han desarrollado considerablemente su oferta de crédito a medio y largo plazo a tipos variables o revisables. La mayor parte

CUADRO NUM. 10  
EMPLEOS Y RECURSOS DE LOS BANCOS  
(Residentes, francos)

Empleos (en porcentaje)			Recursos		
	1977	1984		1977	1984
Bonos del Tesoro .....	3,3	5,6	Liquidez .....	77,1	70,1
Títulos de inversión .....	2,2	4,4	Obligaciones .....	6,7	13,4
Créditos .....	94,5	90,0	Fondos propios .....	7,2	10,5
			Obligaciones netas en entidades financieras .....	10,0	6,0
	100,0	100,0		100,0	100,0

**CUADRO NUM. 11**  
**BALANCE DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS BANCARIAS**  
**(Excluido el Banco de Francia)**

Activo	1977		1984		Pasivo	1977		1984	
	Saldo pendiente	Porcentaje	Saldo pendiente	Porcentaje		Saldo pendiente	Porcentaje	Saldo pendiente	Porcentaje
<b>Activo residentes</b>					<b>Pasivo residentes</b>				
Créditos sobre el Tesoro Público .....	29,6	1,5	117,0	2,1	Liquidez ostentada por residentes .....	777,7	39,9	1.639,2	28,7
Haberes en cuentas corrientes postales .....	1,7	0,1	2,0	—	Francos .....	771,5	39,6	1.605,3	28,1
Bonos del Tesoro en cartera ..	27,9	1,4	115,0	2,1	Divisas extranjeras .....	6,2	0,3	33,9	0,6
De ellos, bonos de pensiones ..	(12,2)	(0,6)	(5,2)	(0,1)	Compromisos a la vista de los IF residentes .....	526,3	27,0	1.491,4	26,2
Crédito sobre la economía .....	885,6	45,5	2.066,8	36,2	Francos .....	466,1	23,9	1.178,0	20,7
Créditos .....	865,2	44,4	1.967,6	34,5	Divisas extranjeras .....	60,2	3,1	313,4	5,5
Francos .....	(845,9)	(43,4)	1.892,7	(33,2)	Compromisos a la vista del Tesoro .....	—	—	5,7	0,1
Divisas extranjeras .....	(19,3)	(1,0)	(74,9)	(1,3)	Préstamos obligacionistas en manos de R (comprendidas las obligaciones emitidas en títulos de los CODEVI) .....	67,1	3,5	306,0	5,4
Títulos de inversión .....	20,4	1,1	99,2	1,7	Recursos propios .....	71,8	3,7	240,1	4,2
Francos .....	20,2	1,1	91,9	1,6	Otras rúbricas de pasivo .....	190,4	9,8	559,4	9,8
Divisas extranjeras .....	0,2	—	7,3	0,1					
Créditos sobre los IF residentes .....	438,2	22,5	1.360,0	23,8					
Francos .....	376,9	19,4	1.039,5	18,2					
Divisas .....	61,3	3,1	320,5	5,6					
Inmovilizados .....	40,8	2,1	107,3	1,9					
Otras rúbricas de activo .....	204,2	10,5	621,9	10,9					
de ellas, obligaciones CODEVI..	(—)	(—)	(9,4)	(0,2)					
<b>Total activo residentes .....</b>	<b>1.598,4</b>	<b>82,1</b>	<b>4.273,0</b>	<b>74,9</b>	<b>Total pasivo residentes .....</b>	<b>1.633,3</b>	<b>83,9</b>	<b>4.241,8</b>	<b>74,4</b>
<b>Activo no residentes</b>					<b>Pasivo no residentes</b>				
Créditos a la clientela NR .....	97,8	5,0	466,0	8,2	Liquidez ostentada por NR .....	28,4	1,4	151,7	2,7
Francos .....	51,6	2,6	167,5	2,9	Francos .....	8,5	0,4	21,4	0,4
Divisas extranjeras .....	46,2	2,4	298,5	5,3	Divisas extranjeras .....	19,9	1,0	130,3	2,3
Títulos .....	4,4	0,2	41,5	0,7	Préstamos obligacionistas en manos de NR .....	9,3	0,5	139,4	2,4
Créditos sobre los IF no residentes .....	244,2	12,5	899,4	15,8	Compromisos a la vista de los no residentes .....	276,5	14,2	1.165,1	20,4
Francos .....	3,3	0,2	20,2	0,4	Francos .....	11,0	0,6	48,5	0,8
Divisas extranjeras .....	240,9	12,3	879,2	15,4	Divisas extranjeras .....	265,5	13,6	1.116,6	19,6
Otras rúbricas de activo .....	2,9	0,7	23,93	0,4	Otras rúbricas de pasivo .....	0,2	—	5,8	0,1
<b>Total activo no residentes .....</b>	<b>349,3</b>	<b>17,9</b>	<b>1.430,8</b>	<b>25,1</b>	<b>Total pasivo no residentes .....</b>	<b>314,4</b>	<b>16,1</b>	<b>1.462,0</b>	<b>25,6</b>
Total empleos .....	1.947,7	100,0	5.703,8	100,0	Total recursos .....	1.947,7	100,0	5.703,8	100,0
Francos .....	1.577,9	81,0	4.094,0	71,8	Francos .....	1.595,9	81,9	4.005,9	70,2
Divisas extranjeras .....	369,8	19,0	1.609,8	28,2	Divisas extranjeras .....	351,8	18,1	1.697,9	29,8

de los créditos a medio plazo y una fracción importante de los créditos a largo plazo a las empresas se conceden de esta manera. Más re-

cientemente, la práctica de tipos variables se ha extendido a los créditos al *habitat*, en los que sigue siendo, sin embargo, marginal.

**CUADRO NUM. 12**  
**BANCOS AFB: ESTRUCTURA DE LOS CREDITOS Y LOS RECURSOS-CLIENTELA**  
**(En porcentaje)**

	1973	1984
<b>Créditos de los bancos a la clientela (Residentes, en francos):</b>		
• Créditos de tipos fijos regulados o de tipos de mercado no ajustables .....	35,1	47,0
• Créditos de tipos referidos al tipo básico bancario .....	64,9	53,0
Total .....	100,0	100,0
<b>Recursos-clientela de los bancos:</b>		
— Depósitos de la clientela: (residentes, en francos):		
• depósitos no remunerados .....	47,8	39,1
• depósitos remunerados a tipos regulados .....	33,8	21,7
• depósitos remunerados a tipos referidos al tipo del mercado monetario .....	15,6	24,5
— Obligaciones (en francos) .....	3,0	14,7
Total .....	100,0	100,0

Paralelamente, una parte más importante de los recursos de los bancos se ha hecho sensible a las fluctuaciones de los tipos de interés.

#### 4. Problemas del control prudencial

En el mes de abril de 1987 la Comisión Bancaria difundió un *libro blanco* que vino a constituir el primer paso de una concertación entre la profesión bancaria y las autoridades tutelares, con la finalidad de instaurar en el seno de las entidades sistemas de control interno, y de llegar, en un segundo tiempo, a una nueva normativa prudencial.

Este *libro blanco* sugiere tres modalidades de actuación:

— Identificar con precisión los riesgos del mercado.

— Determinar con prudencia y exactitud los resultados de estas operaciones con el objetivo de reevaluar de manera permanente los beneficios y las pérdidas.

— Adaptar las estructuras internas, con objeto de disponer de un instrumento permanente de control e información.

La Comisión Bancaria se ha planteado una concertación limitada, en un primer tiempo, a los riesgos inherentes a los cuatro puntos siguientes:

— En lo tocante al riesgo de los tipos de interés, propone que se comuniquen a sus servicios los resultados de los cálculos efectuados por cada entidad según sus propias técnicas antes de sacar de ellos, una vez asimilados de manera coherente, nuevas normas prudenciales cuando así procediera.

— En lo que se refiere al *riesgo de los tipos de cambio*, se plantea la posibilidad de fijar límites a la toma de posición de cambios, instituyendo, a semejanza de lo que se hace en Alemania y el Reino Unido, topes máximos en función de los fondos propios.

— En el caso del *riesgo de contrapartida*, considera conveniente, a reserva de una ponderación adaptada, incluirlos en los coeficientes de cobertura y división de riesgos.

— Finalmente, en lo que se refiere a las *facilidades de garantía*, cuyos riesgos son asimilables a los del crédito clásico, y que se incluyen entre las obligaciones de fuera de balance, tan sólo se plantea un aumento de la ponderación en los coeficientes prudenciales.

Un segundo eje de reflexión consistirá en plantearse preguntas acerca de los efectos de la internacionalización en materia de control pru-

dencial, teniendo muy presente que éste ya no podrá circunscribirse a las fronteras de un país. Así pues, habrá que basarse en consolidaciones de cuentas y extender las modalidades de cooperación de las autoridades de control de los diferentes países armonizando lo mejor posible los métodos y los conceptos, labor que ya se ha iniciado en algunas instancias internacionales, y sobre todo comunitarias, pero que será necesario proseguir y desarrollar.

Hace ya algunos años que se están realizando trabajos sobre estos temas a escala europea en el seno de un grupo de reflexión —el Comité Cooke— del que forman parte los expertos de las autoridades de control de los diferentes países miembros. A pesar de las dificultades de todo tipo con que se ha enfrentado este grupo —divergencias de las legislaciones, falta de armonización entre los métodos de control y los requisitos exigidos, carácter no comparable de las estructuras de los sistemas financieros, problemas de reciprocidad en los controles efectuados en el extranjero en sucursales, oficinas o filiales de bancos de un país determinado—, se han ido resgistrando progresivamente avances sensibles. Por ejemplo, se han adoptado ya dos iniciativas de índole prudencial que se refieren a:

— Una mejor información de las autoridades de vigilancia mediante:

- la aplicación del «nuevo concordato» adoptado por los gobernadores, en el mes de mayo de 1983, para coordinar mejor las actuaciones de los bancos centrales del «Grupo de los Diez» y las de las demás grandes entidades bancarias (sobre todo *off-shore*), la supervisión de las redes extranjeras de los grandes bancos internacionales y el cumplimiento de los principales coeficientes indicativos de la evolución de la estructura financiera de los bancos;

- el seguimiento regular de la política de provisión de los bancos, del que se transmitirá un informe al Comité de Gobernadores.

— La consolidación de la situación financiera de los bancos en términos de capital, de liquidez y de control de los riesgos de fuera de balance.

La prosecución de este esfuerzo de concentración y armonización se hará sin duda todavía más necesaria si, como preconiza la Comisión, el Acta sobre el Mercado Unico Europeo, cuya aplicación está prevista para el año 1992, se extiende a los servicios y sobre todo a los servicios bancarios.

Sin embargo, la ampliación del campo de aplicación de las normas de vigilancia de los bancos

no va a poner término por sí misma a determinados riesgos de desestabilización.

La desintermediación, desde luego, surte el efecto de provocar un deterioro relativo de la calidad de los activos bancarios y de su distribución, pero acarrea también como consecuencia una transferencia de riesgos hacia el sector de los no bancos.

La distinción entre banco y no banco se hace cada vez más difícil. No existe absolutamente ninguna diferencia entre lo que puede hacer un banco que pretende constituirse una cartera de títulos y financiarse mediante certificados de depósitos, que va a operar en el MATIF, *swap* tipos de interés o divisas, etcétera, y lo que puede hacer el director financiero de una gran empresa denominada no financiera que, a través de la emisión de bonos de tesorería, puede acceder fácilmente a los fondos del público y realizar el mismo tipo de operaciones que las anteriormente mencionadas.

En el primer caso, el banco queda sometido al control de la Comisión Bancaria, y según coeficientes prudenciales, lo que no ocurre en el caso de la gran empresa. Es importante, pues, que todos los organismos de control interesados —Comisión de Operaciones en Bolsa, Interventores de Cuentas— comprueben estrictamente que no se ha cometido ningún exceso.

Se puede considerar evidentemente que si se cometen excesos las consecuencias las van a sufrir los accionistas de la empresa. Esto es cierto, desde luego, mas no por ello debe infravalorarse el impacto de dichos excesos en el funcionamiento de la contratación y tampoco su carácter desestabilizador.

La complejidad de los nuevos instrumentos puede hacer temer que no todas las entidades de crédito y no todos los directivos de empresa van a tener siempre conciencia de los riesgos que les hacen correr sus especialistas financieros cuando, de hecho, la remuneración de estos últimos dependerá en muchos casos de los resultados aparentes que se desprendan de sus operaciones.

Finalmente, hay que tener presente que los beneficios proceden menos, en la actualidad, de los márgenes obtenidos que de la conjugación de márgenes mínimos y cuantías en enorme aumento como consecuencia de las operaciones cruzadas. Así, pues, la mayor competencia trae como consecuencia que determinados riesgos en fuerte progresión se sustenten finalmente en márgenes mermados y fondos propios no modificados.

#### IV. CONSECUENCIAS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Los cambios de la estructura del sistema financiero y los comportamientos de los agentes económicos modifican los mecanismos de transmisión y las modalidades de aplicación de la política monetaria.

##### 1. Modificaciones de los mecanismos de transmisión

La función reguladora que corresponde a los mercados de capital debería hacer menos sistemática la necesidad de una intervención de los poderes públicos para reabsorber los desequilibrios, puesto que la actuación de los arbitrajes de cartera permite que se desarrollen espontáneamente los procesos de estabilización.

La función del crédito bancario como correa de transmisión de la política monetaria se está modificando. Por una parte, se está reduciendo la contribución cuantitativa del crédito a la financiación de la economía. Por otra, la mayor presión que está ejerciendo la competencia de los intermediarios financieros extranjeros y los mercados de capital modifica el comportamiento de los bancos en materia de fijación de las condiciones deudoras.

El coste del crédito tiende a hacerse más variable, sobre todo en función de los movimientos de los tipos del mercado monetario, que sirven cada vez con mayor frecuencia de referencia en detrimento del tipo básico bancario.

En resumen, los bancos deberían, en general, repercutir más fielmente que antaño las variaciones de los tipos cortos a los prestatarios, quienes asumirán de esta manera una mayor parte del riesgo inherente a los tipos de interés.

La importancia mayor de los mercados de capitales en la financiación de la economía ha convertido los comportamientos de oferta y demanda de títulos en uno de los principales vectores de la actuación de las autoridades monetarias.

La falta de fronteras y de normas en los mercados de capitales autoriza en la actualidad la formación de una verdadera curva de los rendimientos (*yield curve*) que refleja las anticipaciones de los agentes. Esta curva de los rendimientos informa de este modo a las autoridades monetarias acerca de las evoluciones espontáneas esperadas y acerca de lo que esperan los agentes en materia de política monetaria. Esto viene a reforzar, desde el punto de vista de la eficacia de la política monetaria, la importancia de los

efectos de anuncio y de la credibilidad de las actuaciones de la entidad emisora.

El abandono del control cuantitativo del crédito, la mayor sensibilidad del sistema bancario frente a las impulsaciones del banco central y la función más importante de los mercados de capitales hacen que la eficacia de la política monetaria dependa del comportamiento de los agentes económicos, ahorradores y prestatarios finales.

La mayor intervención de los mecanismos de mercado debería aumentar la sensibilidad *ex ante* de los agentes económicos frente a variaciones de los tipos de interés que se difundirán más ampliamente a la totalidad de la economía. La incidencia de las variaciones de los tipos sobre las ganancias de los agentes («efecto ganancia») será mayor, debido a la extensión de la intervención de los mecanismos de mercado y al desarrollo de los préstamos al consumo. El impacto sobre el valor en Bolsa de los activos financieros («efecto riqueza») será también mayor, debido a la mayor importancia de los títulos en la cartera de los agentes. Las reacciones anticipadas a la evolución de las variables monetarias («efectos de anuncio») se irán ampliando como consecuencia del papel privilegiado que desempeñan los tipos de interés en la dirección de la política monetaria. La extensión del endeudamiento y de las inversiones en divisas extranjeras, permitida por el aligeramiento del control de cambios, debería hacer que el valor de los patrimonios se tornara más sensible a las variaciones del tipo de cambio.

A la inversa, los agentes deberían reaccionar procurando protegerse contra el riesgo inherente a los tipos, y sobre todo mejorando la estructura de su balance (autofinanciación y recurso a los fondos propios exteriores). En función del estado de las anticipaciones, también podrían desarrollarse o, por el contrario, restringirse los préstamos y las inversiones de tipo variable, así como, en lo tocante a las grandes empresas, la cobertura de los nuevos mercados (MATIF, opciones, etcétera). Estas nuevas posibilidades de protección deberían surtir el efecto de alargar, por término medio, los plazos de repercusión de la política monetaria, mientras que éstos podrían llegar a ser más inestables a causa de la intensidad variable de su utilización.

## **2. Nuevas modalidades de aplicación de la política monetaria**

El paso de una economía de endeudamiento a una economía de contratación financiera no

ha determinado ninguna modificación de las orientaciones de la política monetaria. Pero sí ha conducido, en cambio, a sustituir determinados instrumentos de control indirectos en el contexto del crédito.

### **2.1 *Mantenimiento de objetivos de cantidad de dinero***

El banco central se vio obligado a aplicar una reforma de los agregados monetarios el día 1 de enero de 1986, y las autoridades no se ven confrontadas con una situación de incertidumbre tal que les conduzca a modificar la naturaleza de los objetivos intermedios de la política monetaria, como ha ocurrido en Canadá y hasta cierto punto en Estados Unidos y Reino Unido.

Ahora bien, en un sistema financiero donde el mercado de capitales tiende a unificarse, las sustituciones entre productos van a ser probablemente tan numerosas como frecuentes. Así, por ejemplo, un cambio brusco de las anticipaciones de los tipos de interés es susceptible de provocar movimientos de sustitución entre títulos cortos (incluidos en un agregado monetario) y títulos largos (no incluidos en dicho agregado).

Estos movimientos no significan necesariamente que los agentes no financieros hayan modificado su comportamiento en lo tocante a su demanda de bienes y servicios. La interpretación de la variación de un agregado determinado es, desde luego, más difícil y una aminora-ción (o una aceleración) del ritmo de su evolución puede tener significaciones diferentes según las circunstancias.

Para tener en cuenta estas incertidumbres, las autoridades monetarias vigilan de cerca diversos agregados. (En 1987 se han atribuido objetivos a M2 [+ 4 a + 6 por 100] y M3 [+ 3 a + 5 por 100]).

### **2.2 *Importancia cada vez mayor de los tipos de interés como instrumento de la política monetaria***

El declive de los procedimientos de control cuantitativo directo del crédito es la consecuencia lógica de las evoluciones financieras. El desarrollo de las fuentes alternativas de financiación para las empresas (bonos de tesorería, mercado de acciones y obligaciones, incluso empréstitos exteriores) y el Tesoro (bonos del Tesoro negociables) hace ilusoria la posibilidad de un control preciso de los créditos bancarios o la creación monetaria del Tesoro.

Así pues, los tipos de interés están llamados

a desempeñar una función cada vez más importante.

Una de las dificultades que las autoridades tendrán que superar resulta del hecho de que, al pertenecer Francia al Sistema Monetario Europeo, podrían surgir conflictos de objetivos entre tipos de cambio y agregados monetarios.

Desde un punto de vista teórico, se imponen dos ideas:

— No pueden fijarse al mismo tiempo un objetivo de tipo de cambio y un objetivo de progresión de la masa monetaria.

— No pueden cumplirse dos objetivos diferentes con un solo instrumento (en este caso, los tipos de interés).

En la práctica, Francia, país que pertenece al Sistema Monetario Europeo, se esfuerza activamente, sin embargo, para cumplir a la vez un objetivo de tipo de cambio y un objetivo de masa monetaria. Cuando surge algún conflicto entre estos dos objetivos, es obvio que se impone la necesidad de definir una prioridad, por lo menos a corto plazo (en 1979 se toleró una creación monetaria excesiva para evitar una apreciación del franco; en 1981-1982 se aceptó una destrucción de moneda para luchar contra la baja del franco).

A medio plazo no existe ninguna contradicción duradera entre los objetivos interior y exterior siempre que se hayan calculado correctamente los objetivos interiores y si no se han tergiversado las anticipaciones. El respeto del objetivo de cambio traduce, a un tiempo, la voluntad de mejorar la integración europea y el deseo de conseguir la convergencia de las políticas económicas con objeto, principalmente, de aumentar la credibilidad y realizar mejores prestaciones en materia de lucha contra la inflación. Así, pues, es preciso que el objetivo de crecimiento monetario se corresponda con una tasa de inflación compatible con la estabilidad del tipo de cambio.

En cualquier caso, no podrán evitarse situaciones de conflicto a corto plazo aun cuando la mejora de las comunicaciones entre los mercados interiores y exteriores actúa, en principio, en el sentido de una homogeneización de las anticipaciones de inflación en el interior y el exterior. En determinadas circunstancias, en efecto, la situación interna y la evolución de la orientación del mercado de cambios podrían exigir por separado intervenciones sobre los tipos de interés de sentido contrario (por ejemplo, depre-

ciación del tipo de cambio y retroceso de la actividad a escala interior no acompañado de inflación). Las intervenciones en el mercado de cambios y el ajuste de las reservas obligatorias deberían permitir, en la mayoría de los casos, hacer frente a estas situaciones conflictivas.

## CONCLUSION

---

Los cambios de comportamiento, tanto de los prestatarios como de los prestamistas, parecen irreversibles. Los progresos tecnológicos que han hecho posibles la innovación financiera, la interdependencia entre agentes y la internacionalización de los mercados de capitales deberían seguir acentuándose todavía más.

Esta evolución está programada para los países de la Comunidad Europea al término del año 1992. Ahora bien, es obvio que la libertad de los movimientos de capital y de las operaciones dentro de la Comunidad se traducirá *de facto*, cuando no *de iure*, en una mundialización del proceso, aunque sólo fuera a resultas de la presencia en Europa de los bancos americanos y japoneses, que cuentan, sobre todo en Londres, con cabezas de puente muy importantes.

En cualquier caso, conviene tener muy presente dos elementos.

*En primer lugar*, y cualquiera que sea la evolución del sistema financiero francés, los bancos continuarán desempeñando una función importante. Si bien las grandes empresas se han convertido más en sus socios que en sus clientes, lo cierto es que las pequeñas y medianas empresas, como también los hogares, seguirán siendo tributarios de los bancos en lo tocante a su financiación. Por último, los bancos mantendrán siempre una especificidad con respecto a los agentes no financieros. Los bancos siguen siendo las entidades que crean el dinero, y si bien han perdido el monopolio de las funciones que desarrollaban (financiación de la economía y transformación de los activos, gestión de los medios de pago, transferencias y mutualización de los riesgos, corredores), continúan siendo las únicas entidades que las integran todas.

*En segundo lugar*, es necesario recordar la existencia de ciclos, por lo que el desarrollo de los mercados de capitales en Francia no es sino el retorno a una situación que imperó durante toda la segunda mitad del siglo XIX.

## BIBLIOGRAFIA

BOISSIEU, C. DE: *Economía de endeudamiento, economía de mercados financieros y tipos de interés*. Comunicación al coloquio «Keynes en la actualidad: teorías y políticas». Universidad de París I, septiembre 1983.

BRUNEEL, D.: «Objetivos y actuaciones de los poderes públicos en el nivel y la estructura de los tipos de interés», en *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, núms. 24 y 25, diciembre 1985.

— «Development in the French capital markets in recent years», comunicación al coloquio de la SUERF: «Shifting frontiers in capital markets» (Cambridge, 27-30 marzo 1985), recopilado por D. E. FAIR, en *Financial and Monetary Policy studies 12*, y editado por Martinus Nijhoff Editores, en 1986.

— *Recent evolution of financial structures and monetary policy in France*. Comunicación presentada en la Conferencia sobre el tema «Domestic and International Aspects of Macroeconomic Policy», celebrada en la Universidad de Illinois, en Urbana-Champaign, 12-14 de septiembre de 1986.

BRUNEEL, D.; PATAT, J. P.: «Diez años de control monetario en Francia (Impacto del contexto de crédito)», en *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, números 17 y 18, diciembre 1983.

BRUNEEL, D.; FACQ, J. M.: «Financial innovation and monetary policy in France», BIS (marzo 1984).

METAIS, J.; SZYMCAK, P.: «Mutaciones del sistema financiero francés (Innovaciones y supresión de normativas)» (Notas y Estudios de los Documentales), en *La Documentation Française*, núm. 4.820, 1986.

PATAT, J. P.: *Financiación de la economía y política monetaria en Francia: de la regulación a los mecanismos de mercado*. Comunicación al coloquio «Dinero y Financiación», organizado por el Instituto de Ciencias Económicas de Orán y el Centro de Investigaciones en Economía Aplicada al Desarrollo. Junio 1987.

\* \* \*

Informe del Consejo Nacional de Crédito.

Informes de los Grupos de Trabajo de la Comisaría General del Plan sobre:

- Las perspectivas a medio plazo de la financiación de la economía francesa.
- La política monetaria.