

LA INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA

Fernando GUTIERREZ JUNQUERA (*)

RESUMEN

Este trabajo pretende enmarcar el proceso de innovación financiera en España dentro de un esquema que permita la clasificación de las innovaciones introducidas en nuestro país en función de sus elementos coyunturales y permanentes, evaluar la medida en que este proceso se ha traducido en transformaciones significativas en la estructura general de los flujos financieros y proporcionar unas indicaciones sobre la dirección en que podría desarrollarse este proceso en el futuro, a la vista de los recientes cambios —y de otros previsibles— en la regulación del sistema financiero español y de la evolución observada en otros países.

Para ello, el artículo se estructura en cinco apartados. En la introducción se establece un esquema de validez general sobre la génesis y el desarrollo de la innovación financiera; en el apartado 2 se encuadra ese proceso dentro del esquema general y se establece una clasificación de las innovaciones financieras en España en función de los factores principales (permanentes o coyunturales) que han promovido su desarrollo. El epígrafe 3 pretende ofrecer una visión cuantitativa de la incidencia del proceso de innovación sobre las operaciones financieras de los agentes a partir de 1974. El trabajo se cierra con una somera formulación de las perspectivas del proceso en el futuro próximo y de las conclusiones más sobresalientes.

1. INTRODUCCION

Las innovaciones financieras surgen como resultado de los cambios en el entorno económico general y en las técnicas aplicables a la propia actividad financiera. En determinados períodos,

estos desarrollos entran en conflicto con el sistema financiero, tal y como está configurado, puesto que los agentes económicos comienzan a generar demandas que no son convenientemente satisfechas. La obsolescencia del sistema financiero exige una renovación de las instituciones existentes y de las prácticas para la canalización de flujos financieros, que, sin embargo, se ve coartada por una regulación concebida y aplicada en condiciones muy distintas. Los intentos de soslayar estas restricciones generan nuevos instrumentos y prácticas; en la medida en que la autoridad financiera reacciona ante este fenómeno, bien sea liberalizando algunas parcelas del sistema o reforzando su control, las innovaciones financieras se multiplican para hacer frente a los cambios en el entramado legal.

Las diferencias temporales y geográficas en cuanto a las manifestaciones concretas de la innovación financiera, y a la velocidad y extensión del proceso, dependen de la configuración legal y organizativa de cada sistema financiero y de las condiciones en las que se ve afectada por los nuevos acontecimientos.

El actual proceso de innovación financiera no es más que un ejemplo de este paradigma, cuya formulación y aplicación a fenómenos recientes han expuesto diversos autores (1).

El entorno general en el que la innovación financiera se ha desarrollado en los países industrializados desde los años setenta ha sido el de los cambios en las condiciones económicas y tecnológicas, a los que han sido incapaces de dar respuesta adecuada los sistemas financieros nacionales, tal y como estaban constituidos. Los principales de estos cambios pueden reducirse a cuatro:

1. La aceleración de la inflación en la mayor

parte de los países desarrollados a partir de los primeros años setenta.

2. La aparición de déficit públicos permanentes y de gran magnitud.

3. Las transformaciones en el entorno financiero internacional, entre las que deben destacarse: el paso del sistema de paridades fijas al de tipos de cambio flotante a partir de 1973; los sucesivos cambios en el patrón de la distribución internacional de los excedentes exteriores, ocasionados por la crisis del petróleo y la posterior caída de los precios de los crudos y otras materias primas, y, finalmente —y, en parte, derivado de lo anterior—, la crisis de la deuda de los países en vías de desarrollo.

4. La renovación tecnológica de la actividad financiera a partir de la aplicación intensiva de los avances registrados en la informática y en las telecomunicaciones.

La aceleración de la inflación provocó un alza de los niveles y un aumento de la volatilidad de los tipos de interés vigentes en los mercados financieros, con fuerza multiplicada a partir de la aparición de los déficit públicos. Estos fenómenos acrecentaron la preferencia de los ahorradores por la liquidez y obligaron a aplicar políticas monetarias muy restrictivas y, en ocasiones, a cambios en su instrumentación, incrementándose el volumen de las colocaciones de títulos destinados al drenaje de liquidez y las operaciones de mercado abierto. Asimismo, el déficit público produjo una multiplicación y una diversificación de las emisiones de títulos de deuda, que, a su vez, estimularon el desarrollo de instrumentos mediante los cuales las instituciones financieras y los agentes privados competían con el sector público por la captación de recursos. Las nuevas condiciones en los mercados internacionales favorecieron un aumento de la movilidad internacional de los capitales y de la actividad de los intermediarios financieros presentes en estos mercados, mucho menos regulados que los nacionales, y cuyas prácticas fueron asimiladas por éstos, más o menos rápidamente. Por último, el abaratamiento de las transferencias de fondos y de la disponibilidad de información redujo los costes de las operaciones financieras, actuando en favor de la implantación de innovaciones que presentaron alguna ventaja comparativa con respecto a los instrumentos disponibles.

Las modificaciones estructurales inducidas por estas fuerzas en los sistemas financieros de los países desarrollados pueden ser sintetizadas en las siguientes (2):

1. Uso de fuentes de financiación sensibles a los tipos de interés por parte de los bancos y de otros intermediarios financieros.

2. Uso de tipos variables y acortamiento de los períodos de amortización en operaciones de crédito o empréstitos.

3. Crecimiento de los mercados financieros directos y de los instrumentos financieros de mercado (emitidos por agentes públicos y privados y por intermediarios financieros).

4. Cambios en la banca al por menor. Entre ellos, destacan: la adopción de prácticas en uso en la banca al por mayor, tales como la oferta de instrumentos de depósito altamente líquidos a tipos de mercado; la utilización intensiva de la automatización, y, por último, la provisión y cobro de servicios, anteriormente exclusivos de grandes clientes (gestión de tesorería y de patrimonio, cuentas de crédito) o no específicamente bancarios.

5. Cambios en la estructura de oferta de los servicios financieros, con un debilitamiento de las líneas de demarcación entre los intermediarios y la entrada en el negocio de los servicios financieros de empresas no financieras.

La reacción más extendida entre las autoridades financieras de los países afectados por estos fenómenos fue la de procurar una adaptación más o menos gradual de los sistemas financieros a las nuevas condiciones, a través de lo que se ha conocido como *proceso de desregulación o liberalización*. Tal opción, así como sus causas, ha sido objeto de extensos debates. Sin embargo, *a posteriori* aparece como inevitable, a la vista del coste de las distorsiones que necesariamente había de producir el mantenimiento de regulaciones obsoletas, de los requerimientos de una política monetaria de índole más restrictiva y de la creciente dependencia internacional en el ámbito financiero.

Con todo, los avances en la flexibilización de los sistemas financieros fueron graduales e incompletos. Consideraciones referentes a la solvencia de las instituciones financieras, a la evolución de la balanza de pagos, a la necesidad de captar recursos para la financiación del sector público y a la equidad en la regulación de instrumentos financieros diversos obligaron a retardos e incluso a la imposición de obstáculos legales en este proceso.

Por ello, el proceso de innovación financiera no ha sido, en absoluto, lineal. En todos los países occidentales, y partiendo de un entorno dado y de una regulación específica, se han desa-

rollado muchos instrumentos financieros para satisfacer determinadas demandas de los ahorradores y los inversores últimos. Su éxito se ha fundado en su capacidad para canalizar corrientes financieras a un coste menor que el de los instrumentos anteriormente utilizados. Esta reducción en el coste de la intermediación financiera puede producirse en cualquiera de sus dos componentes fundamentales: el coste técnico (de instrumentación, de búsqueda de la información) o el coste legal (impuestos y coeficientes). Aquellos instrumentos cuya ventaja comparativa reside en la elusión de requerimientos legales suelen tener un corto ciclo de vida, en la medida en que la laguna legal que los posibilitó puede ser prontamente subsanada por la autoridad. Por el contrario, los que sacan partido de los avances técnicos y de la mejora en la disponibilidad de la información pueden prosperar por períodos más dilatados de tiempo, mientras se sigan dando los condicionantes económicos que los generaron.

2. UNA TIPOLOGIA DE LA INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA

Según el esquema expuesto anteriormente, la innovación financiera encontró en España condiciones propicias para su desarrollo: altas y variables tasas de inflación, a partir de los primeros años setenta; un déficit público de magnitud creciente desde finales de esa década; una economía progresivamente más relacionada con el exterior, que había prescindido de la paridad fija de su divisa en el mismo período en que lo hicieron los restantes países europeos, y, por último, un abaratamiento sensible del coste de las transacciones y de la disponibilidad de información, favorecido por el desarrollo tecnológico.

La incertidumbre acerca de la evolución de la inflación y de los tipos de interés generó una demanda de colocaciones del ahorro más líquidas y rentables. La presión de estas demandas, junto con el aumento de las necesidades financieras del sector público y la necesidad imperiosa de controlar el aumento de los precios provocó una respuesta de la autoridad financiera que puede resumirse en tres aspectos: por una parte se desarrollaron y perfeccionaron los mecanismos de control monetario; por otra, se generaron diversos instrumentos de captación del ahorro por parte del sector público, y, finalmente, se procedió a una cautelosa liberalización del sistema financiero.

Este proceso liberalizador experimentó diversos retardos y retrocesos en función de las presiones de los grupos sociales beneficiados por la regulación anterior, de las dificultades coyunturales de la balanza de pagos y, sobre todo, del déficit público, que incidió especialmente sobre el curso de la disminución de los coeficientes de inversión obligatoria (incidencia especialmente manifiesta en la elevación del coeficiente de caja y el establecimiento de un coeficiente de pagarés del Tesoro en 1984), lo que, para compensar a la banca del cuantioso volumen de fondos detraídos por esta vía, se tradujo, finalmente, en retrasos en la liberalización de los tipos de interés de los depósitos a la vista y de ahorro.

Por otra parte, estos acontecimientos coincidieron en el tiempo con una reforma fiscal que incrementó progresivamente la presión sobre las rentas del capital mobiliario, antes prácticamente libres de gravámenes directos. Este factor, sumado a los cambios casi continuos en la regulación financiera, multiplicó los incentivos y las oportunidades para la aparición de instrumentos que obtenían el mejor partido de las circunstancias de cada momento.

En la mayor parte de los instrumentos financieros creados a lo largo de este período existen elementos que se corresponden con las demandas creadas por el entorno económico general. La necesidad de protección frente a la erosión del ahorro acumulado y frente a la incertidumbre que la inflación genera con respecto a los tipos de interés nominales explica la creación, por todos los agentes económicos, de gran número de instrumentos líquidos y rentables. Por lo que se refiere a la liquidez, debe resaltarse que la mayor parte de las innovaciones se refiere a instrumentos a *corto plazo*. El mismo motivo llevó a la profusa utilización de los *pactos de recompra* (tácitos y a plazo indeterminado o expresos y a plazo fijo), que permiten ajustar las operaciones a los requerimientos del financiador. En el caso de los instrumentos a largo plazo, la incertidumbre llevó al surgimiento de las operaciones a *tipo variable*, práctica más utilizada en los créditos que en los títulos, debido a la menor liquidez de los primeros.

La competencia por ofrecer activos rentables, con el mínimo coste para el emisor, se desarrolló, como antes se ha expresado, en dos frentes: el primero es el de los costes técnicos de instrumentación del flujo financiero y el segundo, en ocasiones estrechamente conectado con el anterior, es el de las trabas impuestas por el ordenamiento financiero y fiscal.

Entre las características técnicas promovidas por la innovación se cuentan las que contribuyen a la simplificación de la instrumentación de los flujos financieros: la utilización del *descuento*, sobre todo en operaciones a corto plazo; la sustitución de las *letras* por los *pagarés*, y el desarrollo de modalidades más adaptadas a una gestión ágil y barata: *títulos al portador*, *fungibles* y *anotaciones en cuenta*. Por otro lado, la innovación financiera se ha centrado en procurar una reducción de los costes de intermediación; las administraciones públicas y las empresas privadas generaron instrumentos de deuda para una *colocación directa* entre los ahorradores últimos; la reacción de las instituciones financieras fue la emisión de pasivos a tipos competitivos y la entrada en nuevas actividades (aseguramiento, avales, colocación de activos emitidos por otros agentes) que les permitían participar en los nuevos mercados, aun cuando debieran renunciar a una parte de sus márgenes habituales.

Además de estas características que tienden a reducir los costes técnicos y de intermediación, entendida ésta como el coste de localización de demandantes de los pasivos que se emiten o de oferentes de los activos que se demandan, los instrumentos financieros que nacen adoptan la forma que en cada momento les permita obtener el máximo partido del entramado regulatorio y fiscal. Las ventajas obtenidas por esta vía, al contrario de las anteriormente citadas, pueden ser rápidamente perecederas. De hecho, la mayor parte de los nuevos instrumentos financieros creados a lo largo de este período se fundó en ventajas de esta índole, lo que explica la rápida secuencia de su surgimiento y desaparición. En la evolución reciente del sistema financiero español, las principales fuentes de diferenciación de activos financieros según su capacidad de elusión de las normas vigentes han sido:

1. Las limitaciones a la libertad de tipos de interés.
2. La imposición directa sobre los rendimientos del capital mobiliario.
3. La imposición indirecta y los derechos de intervención de fedatarios públicos.
4. Los coeficientes de las instituciones financieras.
5. Las limitaciones operativas de la banca extranjera.

Las limitaciones legales a los tipos de interés pasivos de las instituciones crediticias (desde

1981 hasta comienzos de 1987 no se modificaron, quedando regulados, durante este período, los tipos de las cuentas a la vista y de ahorro y de las imposiciones a plazo inferior a seis meses por importes inferiores al millón de pesetas) fueron la causa directa del surgimiento de las llamadas *cuentas del mercado monetario*, que, siendo cuentas equivalentes a los depósitos a la vista, ofrecen rentabilidades muy superiores a las establecidas para estas últimas. Asimismo, las *cesiones temporales de activos* y, más indirectamente, la aparición de buena parte de los instrumentos más líquidos emitidos por las instituciones financieras y por los restantes agentes fue favorecida por esta restricción.

Las normas relativas a la tributación directa de los rendimientos de los activos financieros han provocado una sucesión de innovaciones y los consiguientes ajustes en la regulación. Bajo la normativa anterior a mayo de 1985, los rendimientos de los títulos emitidos a descuento se consideraban como variaciones patrimoniales. Ello tenía dos consecuencias: la primera de ellas era que dichos rendimientos no estaban sujetos a retención en el IRPF, lo que ya en sí mismo constituía una considerable ventaja para esta forma de instrumentación. La segunda, y aún más importante, era que la falta de retenciones significaba, en la práctica, la casi absoluta ausencia de control fiscal sobre estos rendimientos. La posibilidad de ocultación fiscal fue una de las razones más importantes del auge sucesivo de muchos instrumentos: *las letras y efectos de propia financiación*, *los pagarés del Tesoro*, *de empresa y bancarios*, *las cesiones temporales de activos*, etc. Algunas innovaciones, como los *depósitos remunerados en especie*, de vida efímera, tuvieron su razón de ser en las posibilidades que en un momento determinado otorgaban para la evasión fiscal.

El cambio operado en la normativa fiscal a partir de 1985 impulsó la extinción de algunos de estos instrumentos, como los pagarés bancarios y las cesiones temporales de activos no emitidos por el Tesoro, y el cese momentáneo de las emisiones de pagarés de empresa. Por su parte, cobraron importancia las operaciones con pagarés del Tesoro (temporales o en firme) y surgieron nuevas vías de captación de recursos, como las *operaciones de seguro de prima única*.

La imposición indirecta y los costes de intervención de los fedatarios públicos han tenido una considerable, aunque menor, incidencia en la creación de nuevos activos financieros. Los *bonos bancarios* gozan, desde hace tiempo, de exención en los impuestos de transmisiones y

sucesiones. Los *títulos hipotecarios*, surgidos con posterioridad, están exentos de transmisiones y de la necesidad de intervención por un fedatario público, lo que sin duda ha favorecido su emisión. Por otra parte, la sustitución de las *letras por los pagarés* como instrumento de financiación de entidades financieras y empresas fue, en su momento, favorecida por el hecho de que el impuesto de actos jurídicos documentados era dos veces mayor para las letras que para los pagarés a la orden para emisiones superiores a seis meses. Los pagarés al portador, además, estaban exentos de dicho impuesto.

Otro poderoso motivo para la generación de innovaciones financieras ha sido la existencia de los coeficientes obligatorios (de caja y de inversión) para las instituciones bancarias. Estos coeficientes se han mantenido, a lo largo de todo este período, en cotas muy elevadas (3). Aunque el coste para las entidades del mantenimiento de esas inversiones obligatorias ha seguido un curso descendente, a través de la aproximación de sus rendimientos a los que pueden obtenerse en operaciones de mercado, las instituciones financieras, en su competencia con los sectores público y privado por la captación de recursos, desarrollaron una serie de innovaciones que permitían eludir la regulación vigente en cada momento. Así, las *letras endosadas* por los bancos y cajas, los *efectos de propia financiación* y los *pagarés bancarios*, las *operaciones de seguro de las cajas de ahorro*, los *avales a pagarés de empresa*, los *títulos hipotecarios a tres o más años*, las *cesiones temporales de activos no emitidos por el Tesoro*, se beneficiaron, en distintos períodos, de la exclusión en el cómputo de coeficientes, obligando a sucesivos retoques de éstos para englobarlos.

Las restricciones impuestas a la banca extranjera en cuanto a la apertura de oficinas y la captación de pasivos en los mercados internos tuvo, asimismo, efectos considerables sobre el desarrollo de la innovación financiera. Por una parte, contribuyeron a desarrollar el mercado interbancario, dado que los fondos tomados de éste quedaron excluidos de las limitaciones anteriormente citadas. A su vez, la dependencia de estas entidades con respecto a los mercados interbancarios y exteriores las sometió a mayores riesgos en lo que se refiere a la variabilidad del coste de su financiación. Ello, sumado a su experiencia en otros mercados financieros más desarrollados, las convirtió en motor de innovaciones tales como los créditos a tipo variable, las letras y pagarés de empresa y, en general, la actividad de intermediación (colocación, aval,

aseguramiento) de la banca en los mercados de títulos emitidos por otros agentes.

3. LAS MANIFESTACIONES DE LA INNOVACION FINANCIERA

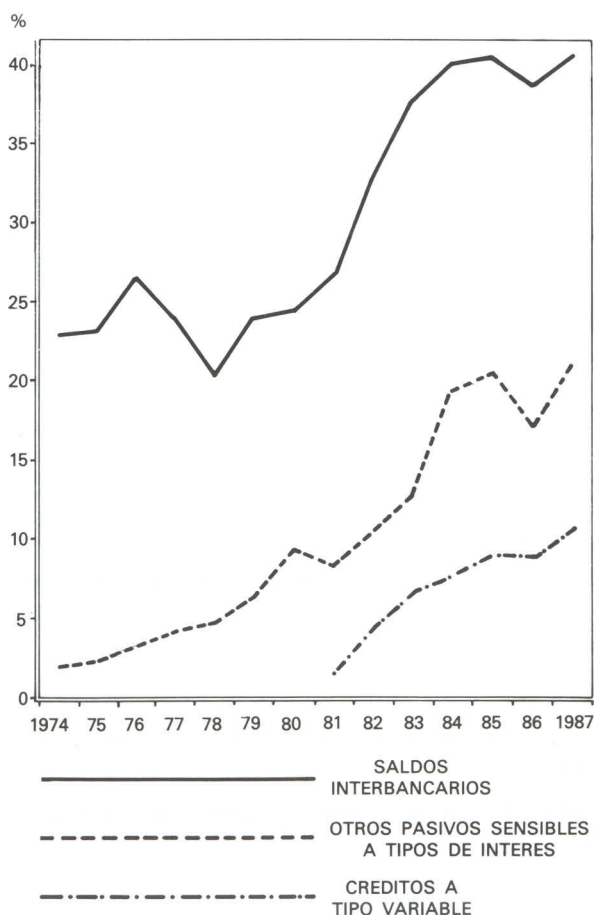
En este epígrafe se pretende ofrecer una visión de la importancia real que en España ha tenido el proceso de innovación financiera, en lo que se refiere a algunas modificaciones de la estructura general del sistema, que presentan caracteres de permanencia y son comunes a la mayor parte de los países en los que se ha presentado.

a) La innovación y las operaciones de las instituciones financieras

El gráfico 1 muestra dos rasgos característicos de los efectos de la innovación sobre las opera-

GRAFICO 1

INNOVACION EN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS
(Salos en % sobre PIB)



Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 1
INSTITUCIONES FINANCIERAS. ACTIVOS FINANCIEROS
(Saldos en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos frente a otras instituciones financieras	23,0	23,2	26,6	23,9	20,4	24,0	24,4	26,6	32,6	37,6	40,0	40,4	38,4	40,2
del Banco de España	4,9	4,5	6,5	5,1	3,1	3,4	2,8	2,7	3,0	3,4	4,2	3,4	4,5	4,1
del sistema bancario	16,2	16,1	17,6	16,2	14,6	17,7	18,5	20,5	25,4	29,7	30,8	31,6	29,0	30,5
del resto de instituciones	1,9	2,6	2,5	2,6	2,7	2,9	3,1	3,4	4,2	4,5	5,0	5,4	4,9	5,6
Activos frente a las administraciones públicas	11,7	11,8	11,4	11,5	12,3	14,0	15,7	18,7	22,7	25,9	33,2	37,8	38,8	40,8
del Banco de España	1,6	2,4	1,3	2,5	2,8	4,1	5,9	8,4	11,6	14,2	9,2	10,1	7,4	8,6
del sistema bancario	7,3	7,5	7,9	6,6	7,2	7,3	7,2	7,7	8,6	9,5	21,5	24,9	28,5	29,2
del resto de instituciones	2,8	1,9	2,2	2,4	2,3	2,6	2,6	2,6	2,5	2,2	2,5	2,8	2,9	3,0
Activos frente a las empresas y familias	85,3	88,5	90,8	85,9	80,2	78,6	80,1	81,4	81,2	78,9	72,0	70,0	66,7	68,4
del Banco de España	2,3	2,8	3,1	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	1,6	1,6	1,2	1,3	1,0	0,7
del sistema bancario	77,7	79,6	81,4	77,3	71,9	70,4	71,9	72,9	72,5	69,9	62,9	61,0	58,5	60,2
del resto de instituciones	5,3	6,1	6,3	6,3	6,2	6,3	6,3	6,8	7,1	7,4	7,9	7,7	7,2	7,5
Activos frente al sector exterior	11,9	9,8	8,8	10,4	12,9	14,5	15,3	19,0	15,9	16,8	20,6	17,4	16,5	18,8
del Banco de España	6,9	5,9	4,5	5,2	6,9	7,2	5,9	6,8	4,6	5,5	8,2	6,0	6,2	10,4
del sistema bancario	4,1	3,9	4,2	5,1	5,9	7,2	9,3	12,1	11,0	11,0	12,0	11,0	9,9	8,0
del resto de instituciones	0,1	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Total de activos financieros	131,1	133,3	137,6	131,7	125,8	131,1	135,5	145,7	152,4	159,2	165,8	165,6	160,4	168,2
del Banco de España	15,7	15,6	15,4	15,1	14,9	16,6	16,5	19,6	20,8	24,7	22,8	20,8	19,1	23,8
del sistema bancario	105,3	107,1	111,1	105,2	99,6	102,6	106,9	113,2	117,5	120,1	127,2	128,5	125,9	127,9
del resto de instituciones	10,1	10,6	11,1	11,4	11,3	11,9	12,1	12,9	14,1	14,4	15,8	16,3	15,4	16,5
PRO MEMORIA														
Instrumentos negociables	18,7	18,4	18,3	16,6	15,6	15,3	15,5	17,4	20,0	27,2	29,7	30,8	31,0	38,8
Créditos a tipo variable	—	—	—	—	—	—	—	1,4	4,1	6,5	7,6	9,1	8,9	10,5

Fuente: Banco de España.

ciones activas y pasivas de las instituciones financieras: en primer lugar, pretende destacar la importancia creciente de las fuentes de financiación sensibles a los tipos de interés, que pasaron de un 25 por 100 de la cifra total del balance en 1979 a un 61 por 100 en 1987. Como queda reflejado en el gráfico, este fenómeno fue promovido, principalmente, por el auge de la financiación interbancaria. La expansión de estas operaciones, dentro de las cuales debe destacarse, tal y como se observa en el cuadro núm. 1, la disminución de la importancia relativa del Banco de España como prestamista y la creciente actividad de las restantes instituciones (bancarias y no bancarias), constituyó uno de los resultados más sobresalientes de la innovación financiera y tuvo, a su vez, considerable repercusión sobre la creación de nuevos instrumentos de activo y pasivo por estas entidades, ligados al coste de la financiación obtenida o de la rentabilidad potencial de los recursos colocados en este mercado.

Por otra parte, el gráfico 1 pone de manifiesto la rápida expansión de los «otros pasivos sensibles a tipos de interés». Estos son instrumentos dirigidos a la captación de recursos del sector privado, ofreciendo a algunos segmentos de

éste remuneraciones superiores y acuerdos con las que se pueden obtener en los mercados monetarios.

Como puede observarse en el cuadro núm. 2, estos instrumentos (certificados de depósito, endoso de efectos, cesiones temporales, empréstitos a tipo variable) registraron cambios sucesivos en su importancia relativa a lo largo del período considerado. Esto se debe a su carácter «oportunistista» en relación con el entramado regulatorio vigente en cada momento. Sin embargo, el hecho de que el volumen de fondos captado por las instituciones financieras del sector privado en proporción al PIB registrara un claro incremento desde finales de los años setenta revela que, en conjunto, las instituciones financieras compitieron con éxito frente a los sectores público y privado en la captación del ahorro disponible a través de su participación en los mercados de nuevos instrumentos emitidos por otros agentes (letras, pagarés de empresa y pagarés del Tesoro) y de la emisión de pasivos propios (efectos de propia financiación, pagarés bancarios, títulos hipotecarios y otros empréstitos), en los que se materializó el ahorro del sector privado en detrimento de las formas tradicionales de captación de pasivo.

CUADRO NUM. 2
INSTITUCIONES FINANCIERAS. PASIVOS FINANCIEROS
(Saldos en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos de otras instituciones financieras	23,0	23,2	26,6	23,9	20,4	24,0	26,1	26,6	32,6	37,6	40,0	40,4	38,4	40,2
Activos de las administraciones públicas	9,4	9,9	11,1	10,5	9,8	9,6	9,6	10,1	11,0	13,2	13,6	13,3	11,8	11,8
Activos de las empresas no financieras y familias	94,7	103,1	98,7	90,0	88,0	88,3	88,2	92,8	92,9	92,5	95,4	96,9	96,5	99,8
Efectivo y depósitos a la vista ..	31,8	31,9	31,6	29,9	28,5	27,0	26,4	25,8	24,3	22,6	22,1	22,1	22,4	23,4
Depósitos de ahorro	24,2	24,7	25,2	23,4	22,5	23,0	22,0	21,2	20,3	19,8	18,8	18,8	18,7	18,3
Depósitos a plazo	31,7	30,6	29,0	28,0	28,9	31,7	31,9	35,4	37,2	39,2	41,3	37,4	31,1	28,7
Imposiciones ordinarias	29,8	28,2	25,8	24,0	24,3	24,7	24,2	27,8	28,3	27,2	24,6	24,5	26,6	24,8
Certificados de depósito	1,9	2,4	3,2	4,0	4,6	6,4	7,7	7,6	6,8	4,6	2,9	2,6	2,6	1,3
Efectos de propia financiación.	—	—	—	—	—	—	—	—	2,1	7,4	0,5	0,2	—	—
Pagarés bancarios	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	13,2	10,1	1,9	2,6
Otros activos líquidos de em- presas y familias	1,7	2,1	2,2	1,8	1,6	1,5	1,9	2,8	4,4	4,9	6,4	11,1	16,2	20,2
Empréstitos	1,7	2,1	2,2	1,8	1,5	1,2	1,3	1,6	2,2	3,2	3,9	4,5	5,4	4,1
Letras endosadas	—	—	—	—	—	—	0,2	0,6	1,4	0,7	0,3	0,3	—	—
Cesiones temporales	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,4	5,5	8,7	12,5
Operaciones de seguro	—	—	—	—	0,1	0,2	0,3	0,4	0,6	0,7	0,7	0,8	2,1	3,4
Otros	—	—	—	—	—	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	—	—	0,2
Resto de activos de empresas y familias (a)	5,3	13,8	10,7	6,9	6,5	5,7	6,0	7,6	6,7	6,0	6,8	7,5	8,2	9,2
Activos del sector exterior	5,6	7,5	8,8	10,4	10,1	11,2	13,5	16,5	15,3	15,3	16,4	13,0	11,7	11,1
Total de pasivos financieros cla- sificados	132,7	143,9	145,2	134,8	128,3	133,1	135,7	146,0	151,8	158,6	165,4	163,6	158,4	162,9
PRO MEMORIA														
Financiación sensible a tipos de interés (b)	25,0	25,5	29,8	27,9	25,0	30,4	33,8	34,8	43,0	50,7	59,2	60,9	55,2	59,4
Financiación a través de títulos ne- gociables	8,9	10,6	11,4	11,2	11,3	12,9	14,8	17,1	22,5	27,6	25,9	27,1	22,6	24,9

(a) Incluye títulos de renta fija y variable y reservas técnicas de seguros. El salto que se observa entre 1974 y 1975 se debe a problemas de valoración de los títulos de renta variable.

(b) Incluye la financiación interbancaria y la instrumentada a través de certificados de depósito, endoso de efectos, cesiones temporales y empréstitos a tipo variable.

Fuente: Banco de España.

En este sentido, la caída de las fuentes de financiación sensibles a los tipos de interés en 1986 refleja, primordialmente, los efectos de la modificación, en el año anterior, de la normativa fiscal de los activos financieros, que provocó la brusca caída en el endoso de efectos y su sustitución por otras operaciones (cesiones temporales, operaciones de seguro e incluso imposiciones ordinarias), de las cuales sólo las primeras se engloban entre los pasivos sensibles a tipos de interés.

El segundo fenómeno de importancia recogido en el gráfico 1 es el auge de los créditos a tipo de interés variable. Esta tendencia, como puede observarse en el cuadro núm. 1, se enmarca dentro de un proceso de caída de los activos de las instituciones financieras frente al sector privado desde los primeros años ochenta, sólo interrumpida en 1987, lo que implica que más de la tercera parte del flujo neto de crédito concedido al sector privado entre 1981 y 1987 por las instituciones bancarias fue instrumenta-

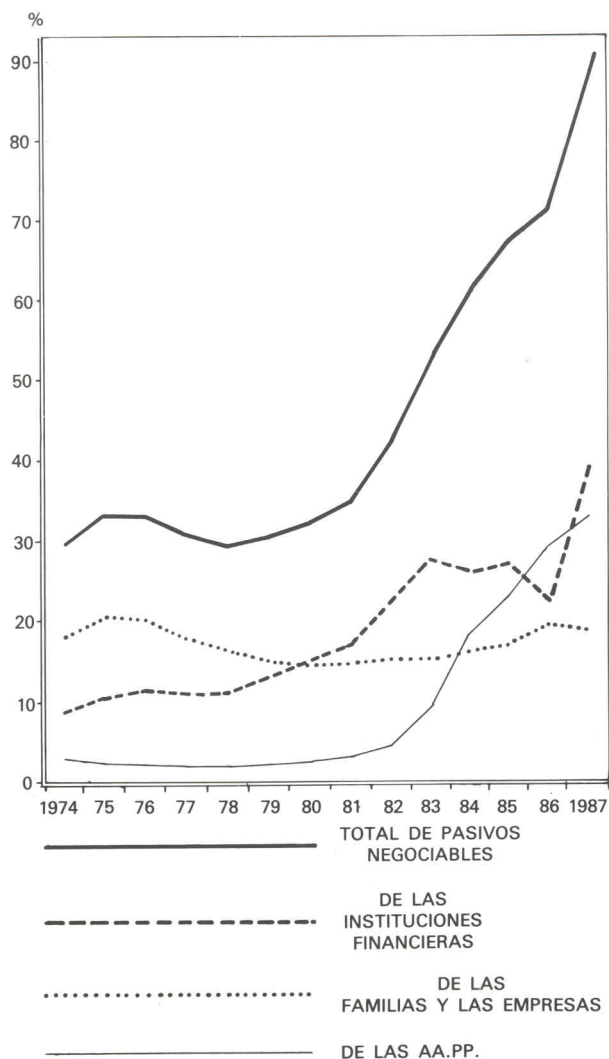
do a tipo variable. Esta proporción, en el caso de la banca, se eleva a más del 50 por 100. Si a ello se suma el creciente importe de los recursos de las instituciones financieras colocado en el mercado interbancario, se obtiene como resultado que un 30 por 100 de los activos totales de las instituciones financieras y sus rendimientos correspondientes es altamente sensible a las alteraciones de los tipos a corto plazo (inducidas por la autoridad monetaria o por cualquier otro factor).

b) La expansión de los instrumentos negociables

La transformación más acusada en el sistema financiero español en la última década ha sido, probablemente, el aumento de la importancia relativa de los títulos negociables, tal y como pone de manifiesto el gráfico 2. Entre 1980 y 1987, los saldos vivos de títulos negociables ascendieron desde el 30 por 100 hasta más del 76 por 100 de PIB.

GRAFICO 2

INSTRUMENTOS NEGOCIABLES
(Saldos en % sobre PIB)



Fuente: Banco de España.

Esta evolución vino determinada, de manera particular, por el rápido crecimiento de la deuda de las administraciones públicas, materializada en títulos a corto y largo plazo. El cuadro número 3, que recoge la distribución por sectores e instrumentos de los pasivos del sector público, refleja que, mientras la financiación vía créditos del Banco de España disminuyó su importancia relativa en los últimos años, a partir de la introducción de los pagarés del Tesoro, la mayor parte de la deuda viva de las administraciones públicas se materializó en títulos monetarios y de deuda a medio y largo plazo.

Por otra parte, las instituciones financieras generaron, a partir de los primeros años ochenta, diversos instrumentos negociables, aptos para competir con el sector público en la captación

del ahorro privado. La decadencia del endoso de efectos (de propia financiación y pagarés bancarios) a partir de su inclusión en el cómputo de coeficientes y de la modificación de su fiscalidad en 1985, fueron las causas principales del descenso registrado en 1986 en los saldos vivos de los títulos negociables emitidos por las instituciones financieras.

Los títulos emitidos por las empresas no financieras siguieron un curso descendente hasta los primeros años ochenta, como consecuencia de la disminución de actividad en el mercado primario de los títulos de renta fija (en buena parte, relacionada con las sucesivas reducciones del coeficiente de inversión de las cajas y con la elevación de los tipos de interés exigidos en el mercado libre) y de la decadencia de los mercados de renta variable, derivada del empeoramiento de los resultados empresariales y de la baja de los precios en los mercados bursátiles (véase cuadro núm. 5). En los últimos años, sin embargo, se aprecia una recuperación en los mercados de renta variable, asociada a la mejora de la coyuntura real y bursátil, que ha coincidido con la expansión de la emisión de títulos monetarios (letras y, posteriormente, pagarés de empresa).

c) La desintermediación

El gráfico 3 pretende ofrecer una evolución de la desintermediación en el sistema financiero español a través de la colocación directa de instrumentos por parte de los distintos sectores no financieros. Como puede observarse, la cuantía total de este fenómeno es relativamente modesta; las tenencias, por parte de los sectores no financieros, de instrumentos emitidos por estos mismos sectores apenas alcanzan un 12 por 100 del PIB (4) en 1987.

Aunque el avance de este tipo de colocaciones ha sido muy rápido en los años recientes, debido a la colocación directa de títulos de deuda pública entre los particulares, estas colocaciones directas (véase cuadro núm. 3) fueron sólo una fracción de las realizadas a través de los intermediarios financieros. Las necesidades de financiación del sector público se tradujeron, principalmente, en cambios en las operaciones realizadas por las instituciones financieras, que absorbieron gran cantidad de títulos públicos, posteriormente cedidos, en parte, a su clientela de pasivo a través de ventas temporales, más que en un avance espectacular de la desintermediación.

Por su parte, las colocaciones directas de título

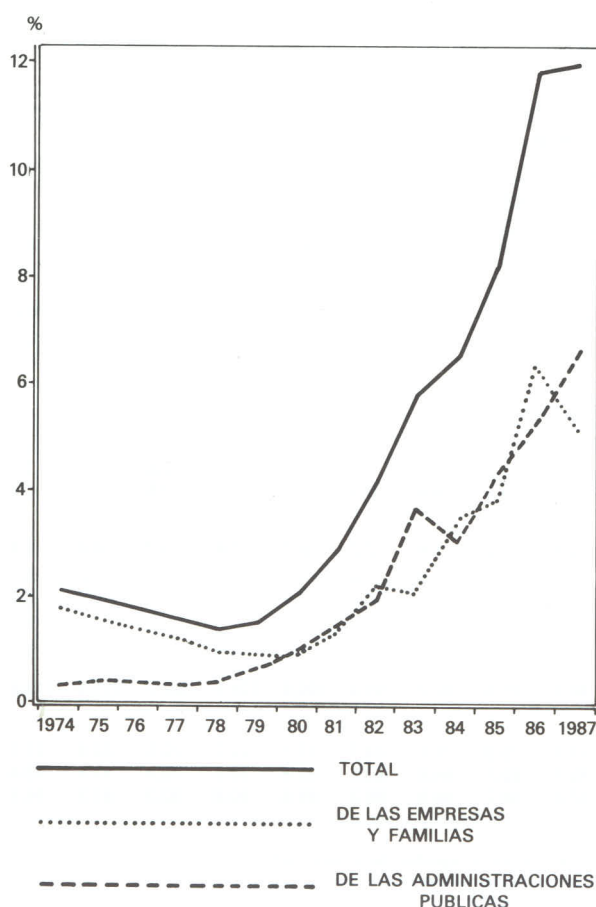
CUADRO NUM. 3
ADMINISTRACIONES PUBLICAS. PASIVOS FINANCIEROS
(SalDOS en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos de las instituciones financieras	11,7	11,8	11,4	11,5	12,3	14,0	15,7	18,7	22,7	25,9	33,2	37,8	38,8	40,8
del Banco de España	1,6	2,4	1,3	2,5	2,8	4,1	5,9	8,4	11,6	14,2	9,2	10,1	7,4	8,6
Créditos	1,6	2,3	1,2	1,7	2,7	3,6	5,4	7,8	11,0	13,3	8,4	9,3	5,0	4,2
Títulos	—	0,1	0,1	0,8	0,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,8	2,4	4,4
del sistema bancario	7,3	7,5	7,9	6,6	7,2	7,3	7,2	7,7	8,6	9,5	21,5	24,9	28,5	29,2
Créditos	—	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,5	0,9	1,5	1,5	2,0	2,0	2,7
Títulos	7,3	7,4	7,6	6,3	7,1	7,2	7,0	7,2	7,7	8,0	20,0	22,9	26,5	26,5
del resto de instituciones financieras	2,8	1,9	2,2	2,4	2,3	2,6	2,6	2,6	2,5	2,2	2,5	2,8	2,9	3,0
Activos de las administraciones públicas	0,3	0,2	0,1	0,1	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5
Activos de las empresas y las familias	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	1,1	1,5	2,0	3,7	3,1	4,3	5,4	6,6
Activos del sector exterior	0,6	0,6	0,4	0,8	1,1	0,9	0,8	1,1	1,8	2,6	3,0	2,6	1,8	1,6
Total de pasivos financieros	12,9	13,0	12,3	12,8	13,8	15,7	17,7	21,4	26,6	32,8	39,9	45,2	46,6	49,5
PRO MEMORIA														
Títulos del mercado monetario ..	—	—	—	—	—	—	—	0,2	0,6	5,8	14,5	18,1	18,6	22,4
Títulos de renta fija negociables ..	2,8	2,3	1,9	1,7	1,7	2,2	2,4	2,9	3,9	4,0	4,1	4,9	10,4	10,3

Fuente: Banco de España.

GRAFICO 3

PASIVOS INTERIORES NO INTERMEDIARIOS
(SalDOS en % sobre PIB)



Fuente: Banco de España.

los monetarios y de renta fija por las empresas no financieras nunca han sobrepasado volúmenes muy modestos. La aceleración registrada en 1986 en el ritmo de emisión de pagarés de empresa fue, en su mayor parte, canalizada por las instituciones financieras. Estas intervienen activamente en este mercado, prestando servicios (de colocación, aseguramiento, etc.) e incluso creando instrumentos como las participaciones y transferencias de créditos. Por ello, la progresión de los pasivos monetarios de las empresas a partir de 1986 se tradujo en una desintermediación de tipo cualitativo, en el sentido de que los márgenes de intermediación tendieron a reducirse, más que de tipo cuantitativo, es decir, en una elusión efectiva de la intervención de los intermediarios financieros.

d) La innovación financiera y los tipos de interés

Un aspecto relevante de la innovación financiera es el efecto que haya podido tener sobre el coste global de las operaciones financieras. Por supuesto, resulta muy difícil aislar los efectos de la innovación financiera de los otros factores que determinan los tipos de interés nominales o reales. Las expectativas de inflación, la política monetaria aplicada, la presión ejercida sobre el crecimiento de los agregados monetarios por los sectores público y exterior son factores muy poderosos que inciden sobre el nivel y las fluctuaciones de los tipos de interés y sobre

el propio proceso de innovación financiera. Sin embargo, las innovaciones financieras tienen como propósito principal el de abaratar los costes intrínsecos de las operaciones financieras, generando un margen que se reparte en forma variable entre el prestamista (que puede ver así incrementado el rendimiento de sus colocaciones financieras) y el prestatario (que puede ver abaratado el coste global de los recursos que necesita). En cierta medida, este margen se produce a causa de una disminución de coste técnico de instrumentación de la operación. En este caso, no existe pérdida para nadie. Sin embargo, una parte importante de la reducción del coste suele representar una pérdida para alguno de los agentes económicos: este perdedor puede ser el sector público, bien como resultado directo de la evasión fiscal posibilitada por el nuevo instrumento, bien más indirectamente, a través de la elevación de coste de sus instrumentos de captación de fondos, necesaria para competir con los nuevos activos, o incluso del coste de las operaciones de detracción de recursos del sistema para restablecer el ritmo de crecimiento monetario preestablecido. Como ya se ha visto, buena parte de las innovaciones financieras introducidas en España ha tenido como característica fundamental las posibilidades que ofrecían de evasión de impuestos o de coeficientes.

El otro perdedor posible en este proceso es el conjunto de los intermediarios financieros, que se ven, a causa de la aparición de innovaciones, en la disyuntiva entre reducir su margen de intermediación, ofreciendo a prestamistas y prestatarios últimas condiciones comparables a las creadas por los nuevos instrumentos, o reducir su volumen de negocio, permitiendo la expansión de las operaciones financieras desintermediadas. Como ya se ha tenido ocasión de exponer, la reacción de los intermediarios financieros ha sido la creación de instrumentos de activo y pasivo competitivos con los instrumentos desintermediados, desplazando en lo posible el coste del proceso hacia el sector público mediante la evasión de coeficientes o la opacidad fiscal de los instrumentos creados y, en algunos casos, aceptando una reducción efectiva de su margen de intermediación. Complementariamente, las instituciones financieras han intentado —y, en líneas generales, conseguido— participar en la distribución de productos financieros emitidos por otros agentes a través de la prestación de servicios de distinto tipo: colocación, aseguramiento, líneas de crédito subsidiarias, etc., que, si bien generan menos valor añadido que la intermediación tradicional, son rentables en la medida en que constituyen operaciones cuya gestión representa costes muy reducidos.

CUADRO NUM. 4
EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS. ACTIVOS FINANCIEROS
(SalDOS en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos frente a las instituciones financieras	94,7	103,1	98,7	90,0	88,0	88,3	88,2	92,8	92,9	92,5	95,4	96,9	96,5	99,8
Activos líquidos (a)	89,4	89,3	88,0	83,1	81,5	82,6	82,2	85,2	96,2	86,5	89,6	89,4	88,4	90,6
Resto de activos	5,3	13,8	10,7	6,9	6,5	5,7	6,0	7,6	6,7	6,0	6,8	7,5	8,2	9,2
Activos frente a las administraciones públicas	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	1,1	1,5	2,0	3,7	3,1	4,3	5,4	6,6
Títulos monetarios	—	—	—	—	—	—	—	—	0,3	1,8	1,5	2,4	3,0	3,5
Títulos de renta fija	—	0,1	—	0,1	0,1	0,4	0,8	1,1	1,3	1,4	1,1	1,4	1,9	2,7
Otros	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Activos frente a empresas no financieras	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	1,0	1,4	2,2	2,1	3,4	3,9	6,4	5,3
Títulos monetarios	—	—	—	—	—	—	0,2	0,7	1,4	1,1	1,7	1,5	2,7	2,1
Títulos de renta fija	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,8	1,0	1,7	2,4	3,7	3,2
Otros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Activos frente al exterior	1,1	1,1	1,3	1,3	1,0	0,9	1,2	1,5	2,3	2,6	2,9	2,6	3,0	2,9
Total de activos financieros (b).....	96,8	106,2	101,8	102,9	90,4	90,8	91,5	97,2	99,4	100,9	104,8	107,7	111,3	114,6
PRO MEMORIA (c)														
M ₁	32,5	32,9	33,0	31,0	29,5	27,8	26,9	26,6	24,7	23,1	22,3	22,5	22,9	23,4
M ₃	86,1	86,9	86,2	80,8	79,2	82,1	82,7	84,0	83,5	82,6	82,6	78,4	71,9	70,4
ALP	87,8	89,0	88,4	82,6	80,8	83,8	84,7	86,9	88,3	89,8	90,8	92,3	91,2	94,4

(a) Véase detalle en el cuadro núm. 2.

(b) Se excluyen los títulos de renta variable emitidos por empresas no financieras en poder de agentes del propio sector.

(c) Las discrepancias entre los agregados monetarios y las rúbricas con las que se corresponden se deben a diferencias en la sectorización de la Contabilidad Nacional y de los estados que las instituciones financieras deben presentar al Banco de España.

Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 5
EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS. PASIVOS FINANCIEROS
(Saldos en porcentaje PIB)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activos de las instituciones financieras	85,3	88,8	90,9	85,9	80,1	78,6	80,1	81,4	81,2	78,9	72,0	70,0	66,7	68,4
Créditos	72,6	75,2	77,1	73,2	68,6	68,1	70,3	71,9	72,6	70,7	63,9	62,9	60,2	61,8
— a tipo variable	—	—	—	—	—	—	—	1,4	3,8	5,8	6,8	7,9	7,7	9,2
Títulos	12,7	13,6	13,8	12,7	11,5	10,5	9,8	9,5	8,6	8,2	8,1	7,1	6,5	6,6
Activos de las administraciones públicas	1,9	2,3	1,8	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1	1,7	2,6	3,4	4,3	3,9	3,5
Activos de las empresas no financieras y familias	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	1,0	1,4	2,3	2,1	3,4	3,9	6,4	5,3
Activos del sector exterior	11,5	11,6	12,7	13,9	11,8	11,4	13,2	15,4	16,9	17,6	18,6	16,6	15,4	17,6
Total de pasivos financieros clasificados	100,5	104,3	106,8	102,5	94,4	92,2	95,5	99,3	102,1	101,2	97,4	94,8	92,4	94,8
PRO MEMORIA														
Títulos negociables	17,7	20,5	19,8	17,9	16,4	15,2	14,5	14,7	15,4	15,3	16,4	17,2	19,1	18,8
Títulos monetarios	—	—	—	—	—	—	0,2	0,7	1,4	1,1	1,7	1,5	2,9	3,0
Títulos de renta fija	9,0	11,0	10,9	10,2	9,2	8,6	8,2	7,9	7,2	6,7	7,1	7,2	7,2	6,5
Títulos de renta variable (a)	8,8	9,5	8,9	7,7	7,2	6,6	6,1	6,1	6,8	7,5	7,6	8,5	9,0	9,3

(a) Se excluyen los títulos en poder del propio sector de empresas y familias.

Fuente: Banco de España.

De esta forma, aunque resulte muy difícil determinar cuál ha sido la influencia de la innovación financiera en el abaratamiento de los costes de la financiación obtenida y el rendimiento de las colocaciones del ahorro, sus efectos sobre los márgenes de intermediación son un campo de análisis relevante y fructífero.

Las demandas de los ahorradores de colocaciones líquidas más rentables tuvieron un efecto notorio sobre la remuneración de los depósitos. Así, las instituciones financieras desarrollaron los efectos de propia financiación y los pagarés bancarios, que permitían elevar la remuneración ofrecida sin afectar al coste efectivo para la institución financiera, a través de los beneficios fiscales y de coeficientes a los que se acogían el comprador y el emisor, respectivamente. La emisión de grandes cantidades de pagarés del Tesoro, en subastas a las que podía acudir el público, supuso la primera restricción efectiva para los intermediarios financieros, puesto que marcó un límite mínimo para los tipos de los depósitos a plazo, cualquiera que fuera su instrumentación; este límite mínimo se encontraba, paradójicamente, por debajo de la remuneración ofrecida por los títulos públicos, debido a la incapacidad del Estado para comercializar adecuadamente sus instrumentos. En 1986 esta situación se invirtió, como consecuencia del rendimiento adicional, en forma de ocultación fiscal, que ofrecían los pagarés del Tesoro, lo que permitió al Estado su emisión a tipos inferiores. Ello alejó a los pagarés del Tesoro de su papel como referencia para la remuneración de

los depósitos, en el que fueron parcialmente sustituidos por los pagarés de empresa y, más recientemente, por la deuda pública a largo plazo y las letras del Tesoro. Las instituciones financieras pudieron abaratar su pasivo, mediante las operaciones de cesión temporal de pagarés del Tesoro, que participan de los mismos beneficios fiscales que las compras a vencimiento. La competencia por el ahorro que exigía mayores remuneraciones en el corto plazo y no estaba movido por consideraciones de evasión fiscal, se centró entre los pagarés de empresa y la deuda pública a corto y largo plazo, por una parte, y los diversos instrumentos bancarios, por otra.

Del lado de las operaciones activas, el desarrollo del mercado interbancario posibilitó la aparición de los créditos a tipo de interés variable. Esto supuso que, para una parte de la clientela de activo, que tenía acceso a esta operativa, el coste medio del crédito sufriera una disminución apreciable. No obstante, las necesidades financieras del sector público y, posteriormente, la cautela de las autoridades ante el crecimiento de las magnitudes monetarias han mantenido altos los tipos de interés activos y, por tanto, el margen de intermediación. Ello permitió el auge del mercado de pagarés de empresa en 1986, que aun siendo todavía un fenómeno de entidad menor, incidió directamente sobre los productos crediticios diseñados para las grandes empresas y se reflejó en una disminución en ese año del volumen de crédito concedido a tipo de interés variable.

De esta forma, los fenómenos de desintermediación (títulos públicos y privados) se configuran como un factor limitativo de la amplitud del margen de intermediación; este margen es todavía amplio, pero la expansión progresiva de los títulos públicos y privados en circulación debe reducirlo en el próximo futuro.

Un último aspecto de la incidencia de la innovación sobre los tipos de interés se refiere al efecto de la emisión de títulos públicos y privados a corto plazo sobre los tipos interbancarios (véase gráfico 4). A lo largo de 1984 y 1985 se observó una aproximación de los tipos interbancarios a los tipos de los depósitos, alejándose de los niveles próximos a los de las operaciones activas, donde solían situarse con anterioridad (5). Este fenómeno, que se interrumpió en la segunda mitad de 1985, estaba relacionado con la mayor permeabilidad —introducida por la emisión de pagarés del Tesoro en condiciones de igualdad para todos los agentes— entre el interbancario y los mercados donde las instituciones financieras captan la mayor parte de sus recursos. Este papel de los pagarés del Tesoro de vínculo entre mercados se vio destruido al quedar afectada la demanda de pagarés del Tesoro por motivos ajenos a los de su rentabilidad nominal. Ello significó una elevación relativa de los tipos interbancarios con respecto a los de los depósitos. Aunque los pagarés de empresa podrían haber representado —y de hecho representaron— en parte la función antes realizada por los pagarés del Tesoro, su mayor riesgo intrínseco, sus menores cifras de emisión y su menor homogeneidad los hizo menos eficaces, introduciendo, necesariamente, un diferencial mayor entre los tipos interbancarios y los de los depósitos. Pasado el reciente episodio de restricciones monetarias, las letras del Tesoro y la renta pública anotada deben retomar, con ventaja, el papel anteriormente desempeñado por los pagarés.

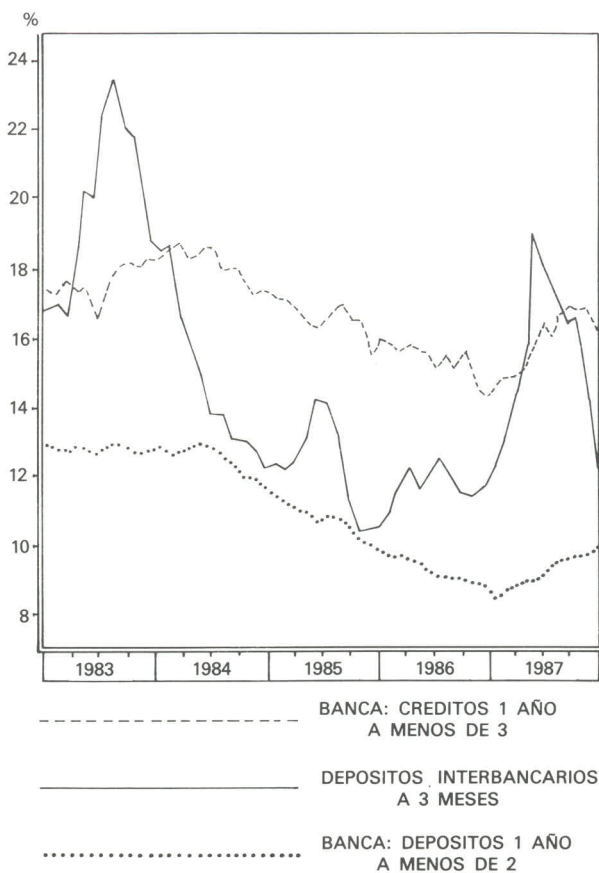
4. PERSPECTIVAS

Antes de considerar las perspectivas del proceso de innovación financiera en España, parece conveniente efectuar una somera revisión de los acontecimientos recientes en el ámbito financiero, así como del entorno económico y del marco legal en los que, presumiblemente, dicho proceso habrá de desarrollarse en el futuro.

Desde el año 1986 se han producido en el sistema financiero español una serie de cambios

GRAFICO 4

LA INNOVACION FINANCIERA Y LOS TIPOS DE INTERES



Fuente: Banco de España.

de gran alcance en lo que respecta a la instrumentación de las operaciones financieras.

Algunos de ellos se refieren a la financiación del Estado. Ya en 1986 remitió apreciablemente la colocación de pagarés del Tesoro —en buena parte debido al agotamiento del trasvase de fondos hacia dicho instrumento, inducido por el cambio en la normativa fiscal de 1985—, al tiempo que el Estado intensificaba su apelación a los mercados de deuda a más largo plazo. Esta evolución se vio frenada en 1987 a causa, principalmente, del episodio de restricciones monetarias de la primavera de ese año, que paralizó las emisiones a largo e indujo al Tesoro a la utilización intensiva de las letras, instrumento de características similares a los pagarés excepto en lo que se refiere a su tratamiento fiscal. A su vez, las entidades bancarias, principales suscriptores de letras y renta pública a largo, han traspasado una gran parte de su cartera a su clientela a través de cesiones temporales, las cuales se han convertido en la más importante vía de

captación de pasivos bancarios y en el componente de la masa monetaria de más rápido ritmo de crecimiento.

En segundo lugar deben destacarse las alternativas a las que se ha visto sujeto el mercado de pagarés de empresa. En 1986, las emisiones de estos títulos registraron un auge espectacular. Las instituciones de crédito, por su parte, generalizaron la práctica de ceder a sus clientes participaciones en los créditos concedidos a determinadas empresas, emitiendo así instrumentos asimilables a los pagarés originarios. Ello constituyó un notable avance en la desintermediación privada, desintermediación que no fue total, en la medida en que las instituciones financieras canalizaron la mayor parte de estos flujos, pero sí significativa, puesto que el margen de intermediación de estas operaciones es sensiblemente menor que el de las operaciones de crédito.

La evolución de este mercado en 1987 acusó vivamente las tensiones registradas en los mercados monetarios y los altos tipos ofrecidos por las letras del Tesoro. Sin embargo, ya a finales de ese año la caída de los tipos de interés, y especialmente los de las letras, hizo posible una cierta reactivación de las emisiones.

Por lo que se refiere a la regulación de la actividad financiera, en 1986 comenzaron a configurarse modificaciones profundas que, en buena medida, son responsables de los fenómenos antes comentados.

En este aspecto destaca el cambio operado en la instrumentación de la política monetaria. La sustitución de los pagarés del Tesoro por otros títulos de deuda, no afectados por una demanda cautiva, escasamente dependiente de su precio, debe de ser uno de los factores determinantes de futuros procesos de innovación financiera. La generalización de las operaciones con letras y deuda pública anotada, con el consiguiente abaratamiento de las transacciones y el aumento de la capacidad operativa de los agentes que ello supone, debe servir para el establecimiento de un vínculo extraordinariamente fuerte entre los mercados monetarios, los de depósitos y créditos y los de títulos a largo plazo, facilitando la transmisión de la política monetaria y acrecentando la flexibilidad general del sistema.

A pesar del retroceso temporal que los problemas monetarios y cambiarios de 1987 supusieron para la liberalización, deben, sin embargo, destacarse algunos avances sustanciales en este terreno: la liberalización completa de los tipos

pasivos del sistema bancario, la flexibilización del control de cambios, que ha afectado al régimen de autorización de inversiones por no residentes, a la posición en moneda extranjera de las entidades delegadas y a las inversiones exteriores de los residentes y, por fin, la disminución de los coeficientes: de inversión y, más recientemente, de caja.

Otras medidas importantes aparecen como más o menos inmediatas; cabría citar, en este aspecto, la culminación del proceso de liberalización de movimientos externos de capitales, la disminución progresiva de los coeficientes de deuda pública y de caja y la instauración de un régimen más permisivo para el establecimiento de nuevas instituciones bancarias.

En cuanto al entorno económico, cuatro aspectos primordiales deben ser tenidos en cuenta: el primero de ellos es el de la disminución de la incertidumbre con respecto a la evolución de los precios y, por consiguiente, de los tipos nominales de interés a medio y largo plazo, que debería tener grandes implicaciones sobre la composición de la demanda de activos financieros.

El segundo aspecto se refiere al déficit público. En 1986 y, particularmente, en 1987 se ha producido una apreciable reducción de las necesidades financieras de las Administraciones Públicas. Tal evolución habrá de tener, sin duda, efectos beneficiosos sobre los tipos de interés reales y los recursos disponibles para la financiación de actividades productivas y de consumo privadas. No obstante, y aun sin el carácter alarmante que tomó en el pasado reciente, el déficit público se configura como un fenómeno de duración prolongada. En los próximos años, la expansión de los pasivos del sector público, así como la refinanciación de las deudas hasta ahora contraídas, habrán de tener un peso considerable sobre las operaciones financieras del conjunto de los sectores.

El tercero es la creciente internacionalización de los flujos financieros, que determina que el marco geográfico de la oferta y la demanda de recursos de los agentes económicos residentes se amplíe cada vez más allá de lo que constituye el sistema financiero español. Las condiciones de cantidades y precios vigentes en los mercados internacionales afectarán, de forma más inmediata y directa, a las condiciones imperantes en nuestro país.

Por último, y en buena parte debido a la apertura creciente de los mercados financieros nacionales, la estructura institucional del sistema

financiero español ha de experimentar cambios de gran relevancia. El reforzamiento de los intermediarios, con el propósito de afrontar una más ardua competencia, induce una tendencia hacia la concentración y/o la especialización. Los recientes acuerdos de fusión de bancos y de cajas de ahorros y la revisión del papel y la estructura organizativa del crédito oficial son las primeras manifestaciones de un proceso que, presumiblemente, ha de alcanzar extraordinaria magnitud.

Unas expectativas de inflación más estable y reducida, junto con el establecimiento de un entorno regulatorio más estable y neutral, en el que, además, no son previsibles cambios radicales en la fiscalidad de los activos financieros, deben tender a restringir la creación de nuevos instrumentos fundados en el aprovechamiento de lagunas legales. Por otra parte, debería incrementarse la demanda de activos financieros a plazos más largos, siempre que existan unos mercados secundarios que aporten liquidez suficiente. Entre éstos, la deuda pública podría desempeñar un papel capital, potenciada por el sistema de anotaciones en cuenta, mientras que el mercado de renta fija privada debería expandirse considerablemente. El previsible desarrollo de los mercados a más largo plazo tendería a limitar el crecimiento de los títulos monetarios emitidos por estos mismos agentes, aunque el mercado de pagarés de empresa tiene todavía un elevado potencial de expansión.

Las novedades más importantes, en lo que se refiere a la oferta de activos financieros, podrían derivarse del desarrollo de instrumentos destinados a la cobertura de riesgos de interés y de tipo de cambio, incentivados por el aumento de la libertad de movimientos de capitales. La generalización de los *swaps*, y posiblemente la creación de mercados de opciones y futuros financieros, así como la oferta, por parte de los distintos intermediarios, de una gama más amplia de productos de activo y pasivo diseñados para el aprovechamiento de diferenciales entre mercados y la cobertura de riesgos, podrían caracterizar la evolución de nuestro sistema financiero en los próximos años.

Por su parte, la estructura de oferentes de servicios financieros parece destinada a experimentar una profunda transformación. Esta habría de derivarse, por un lado, de la concurrencia de intermediarios extranjeros y del proceso de concentración y especialización de los nacionales y, por otro, de alteraciones del propio negocio de la intermediación financiera. El sistema bancario tenderá a sostener una gran actividad

como agente colocador de títulos públicos, al tiempo que un segmento de su clientela privada de activo, compuesto por las empresas de mayor volumen y proyección pública, podría aumentar su apelación directa al ahorro de los particulares. Las entidades bancarias pugnarán por introducirse en otras actividades, como la intermediación en los mercados de valores y los seguros, y por incrementar sus ingresos con el cobro de diversas comisiones por servicios. En sus operaciones pasivas se verán obligadas a ofrecer rentabilidades competitivas por todos sus saldos deudores, incluso aquellas tradicionalmente mantenidas por motivo de transacciones. Un creciente número de intermediarios financieros no bancarios, e incluso de agentes no específicamente financieros, ofrecerá servicios coincidentes con los que la banca ofrezca. La evolución ulterior vendrá determinada por la actuación de las autoridades, pero, a juzgar por lo ocurrido en países en los que el proceso de innovación financiera ha llegado más lejos (6), la demarcación entre las actividades de los distintos agentes que concurren en los mercados financieros debe tender a difuminarse.

5. CONCLUSIONES

Las principales conclusiones que pueden obtenerse del estudio se resumen en las siguientes:

1. Las primeras manifestaciones del proceso de innovación financiera en España fueron posibles con la aplicación de la política monetaria, en forma esencialmente similar a la actual, a partir de los años 1973-74. Ello permitió, a su vez, el desarrollo del mercado interbancario, de importancia decisiva en la evolución posterior del proceso.

2. Sobre el sustrato de nuevas demandas de colocaciones financieras generadas por la inflación y la variabilidad de los tipos de interés, un factor de gran importancia en la aceleración que la innovación financiera experimentó en los años ochenta fue el déficit público. Esta incidencia se produjo a través de una vía directa (la creación de instrumentos de financiación del déficit) y de otras más indirectas, entre las que destacan: la presión que ejerció sobre las características concretas de la instrumentación de la política monetaria; el sesgo favorable a las necesidades financieras del sector público que impulsó sobre el proceso de liberalización de tipos y coeficientes y sobre la reforma fiscal de los activos financieros, y, finalmente, las reacciones

que estos hechos suscitaron en las instituciones financieras y en la demanda de activos financieros por parte del público.

3. Las innovaciones financieras generadas por el sector público han sido las que han provocado alteraciones de carácter más permanente en los balances de los agentes económicos. Por su parte, muchas de las numerosas innovaciones creadas por las entidades bancarias han tenido un carácter coyuntural, derivado de su mejor adaptación temporal para eludir la regulación fiscal y de coeficientes.

4. La innovación financiera se ha traducido en un aumento muy considerable, aunque desigual, de la sensibilidad de los activos y pasivos bancarios a las variaciones en los tipos de interés. El incremento de los flujos interbancarios ha actuado, en este sentido, en ambos lados del balance. Sin embargo, la proporción de pasivos con estas características captados de los ahorradores privados ha sido superior a la proporción de sus activos no interbancarios que incorporan innovaciones, tendentes a reflejar, más rápida y exactamente, las alteraciones de los precios en los mercados monetarios.

5. La innovación financiera se ha caracterizado en España por una rápida expansión de los flujos instrumentados a través de títulos negociables. La mayor parte de esta expansión se ha debido a las emisiones públicas y en menor medida a las instituciones financieras; los títulos negociables emitidos por el sector privado han registrado un crecimiento mucho menor.

6. La desintermediación promovida por las innovaciones financieras ha sido, hasta el momento, de menor magnitud. Las instituciones han tomado un papel crucial en la canalización de flujos del sector privado hacia las administraciones públicas y en la propia financiación del sector privado. Sin embargo, su actividad de intermediación ha tomado características diferentes, que implican la aceptación de reducciones de su margen para determinadas operaciones, en lo que podría denominarse una desintermediación «cualitativa».

7. Acontecimientos recientes, así como otros previsibles en el futuro próximo (culminación del proceso de liberalización de tipos de interés, reducción del coeficiente de inversión, cambio en los instrumentos de financiación pública y del control monetario, reforma del mercado de valores y progresiva liberalización del control de cambios hacen prever una posterior estabilización del ordenamiento financiero y fiscal. Ello, sumado a la consolidación de expectativas más

moderadas de inflación, debe traducirse en una remisión del ritmo de creación de nuevos instrumentos financieros diseñados para el aprovechamiento de lagunas legales, mientras que cabe esperar el desarrollo de otros, destinados a la cobertura de riesgos de tipos de interés y de cambio (*swaps*, futuros, opciones). Otras manifestaciones visibles de la innovación financiera podrían surgir de las alteraciones en la estructura de oferentes de servicios financieros: ampliación de la gama de servicios provistos por las entidades bancarias y entrada en las actividades hasta ahora reservadas a éstas de otros intermediarios financieros y de empresas no específicamente financieras.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- AKHTAR, M. A. (1983): «Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: an International Perspective», *BIS Economic Papers*, núm. 9.
- BANCO DE ESPAÑA (1984): *Informe Anual*, págs. 114-122.
- (1985): *Informe Anual*, págs. 126-133.
- BINGHAM, T. R. G. (1985): *Banking and Monetary Policy*, OCDE.
- CORRIGAN, E. G. (1984): «US bank deregulation: The longer-term consequences», *The Banker*, agosto, págs. 21-33.
- FFORDE, J. (1983): «Competition, innovation and regulation in British Banking», *Bank of England Quarterly Bulletin*, septiembre.
- OCDE EXPERT GROUP ON BANKING (1985): «Trends in Banking in OCDE countries», DAF/ME/B/85.3.
- SILVER, W. C. (1983): «The Process of Financial Innovation», *American Economic Review*, 73, págs. 89-95.
- SUZUKI, Y. (1986): «A Comparative Study of Financial Innovation, Deregulation and Reform in Japan and the United States», *BOJ Monetary and Economic Studies*, vol. 4, núm. 2, págs. 147-159.
- TOBIN, J. (1985): «Financial Innovation and Deregulation in Perspective», *BOJ Monetary and Economic Studies*, volumen 3, núm. 2, págs. 19-29.
- VAN HORNE, J. C. (1986): «An Inquiry Into Recent Financial Innovation», *Kredit und Kapital*, 19, págs. 453-471.
- VITAS, D. (1985): «How Far is the U.S. Ahead in Financial Innovation?», *The Banker*, mayo, páginas 47-53.

NOTAS

(*) Este artículo es una versión revisada del publicado, con el mismo título, en el *Boletín Económico del Banco de España*, mayo 1987.

(1) Véanse, a este respecto, Silber (1983), Suzuki (1986), Van Horne (1986).

(2) Abundan en la literatura descripciones similares de las causas y de los efectos de la actual corriente de innovaciones financieras. Exámenes más detallados aparecen en Akhtar (1983), Bingham (1985), OCDE (1985).

(3) A finales de 1986, su magnitud era superior a la de 1982, y para la banca, superior a la de 1977. Posteriormente,

se ha operado una reducción de doce puntos en el coeficiente de inversión. Aunque a mediados de 1987 el coeficiente de caja se elevó en un punto y medio, tras su reducción, en un punto, a fines del pasado año, se espera que disminuya progresivamente.

(4) Debe destacarse, sin embargo, que de este importe se excluyen las acciones de empresas no financieras en poder de familias y empresas, dato que no es conocido.

(5) Véanse *Informes Anuales del Banco de España*, 1984, págs. 120-122, y 1985, págs. 118-123.

(6) A este respecto, véanse, por ejemplo, Fforde (1983), Corrigan (1984), Tobin (1985), OCDE (1985), Vittas (1985) y Suzuki (1986).