

# El papel del sistema financiero en la economía real

Santiago Carbó Valverde

## I. INTRODUCCIÓN

La incidencia que el funcionamiento y actividad del sistema monetario y financiero tienen sobre la economía real es una cuestión que ha ido despertando un creciente interés entre las autoridades económicas y entre los investigadores. Sin embargo, hasta hace unas décadas, la teoría económica convencional consideraba que los aspectos monetarios y financieros jugaban un papel secundario en la explicación de la evolución de la economía en general, y de los procesos de crecimiento y desarrollo, en particular. Esta visión tradicional ha ido cambiando paulatinamente durante las dos últimas décadas, tanto en su versión teórica como práctica, y, en la actualidad, la actividad de los mercados e intermediarios financieros es un factor explicativo central de los fenómenos reales de la economía. Como mero ejemplo ilustrativo, se puede indicar el impacto que la reciente crisis financiera asiática (y de otras partes del globo) está teniendo no sólo en las economías reales de sus países sino también, merced al proceso de mundialización y globalización financiera, en prácticamente la totalidad de la economía mundial.

Este artículo pretende analizar los diferentes vínculos macroeconómicos y microeconómicos entre economía financiera y economía real, con especial énfasis en el caso español, que se utiliza a la vez como referencia. Como premisa de partida, este trabajo considera el papel del sistema financiero en la economía real como crucial, por su importancia estratégica (de estabilidad) en el sistema económico así como por los flujos crediticios que destina a las actividades productivas. Este último elemento adquiere una especial relevancia en un país como España que desea intensificar el desarrollo de actividades productivas como forma de acercar los niveles de renta, bienestar y empleo a los niveles de nuestro entorno europeo.

Dos ejes guían el presente trabajo: el papel para el crecimiento económico y la creación de actividades productivas del nuevo marco de estabilidad monetaria y financiera y el del sistema bancario, pilar fundamental tanto en términos cuantitativos como cualitativos del sistema financiero español (1). Con este propósito, el presente trabajo se organiza como sigue. En el apartado II se evalúa la importancia de la estabilidad monetaria y financiera para la economía real, en el actual marco de implantación de la unión monetaria europea (UME) y se cuantifican los efectos renta y riqueza (para el sector privado) derivados de la caída de los tipos de interés, como consecuencia del proceso de convergencia nominal. En el apartado III, el énfasis se pone en la importancia de la financiación de las entidades financieras a las actividades productivas, que es crucial en el caso de las empresas de reducida dimensión —la mayoría en nuestro país, que son por otro lado las que generan la mayor parte del valor añadido y del empleo. En este contexto de la actividad crediticia de las entidades de depósito, en el apartado IV se reflexiona sobre la reciente adaptación de la normativa financiera para facilitar los flujos crediticios de la economía. Por último, en el apartado V, se extraen las conclusiones del trabajo.

## II. LOS EFECTOS DE LA ESTABILIDAD MONETARIA Y DE LAS REDUCCIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS

La primera —y probablemente, la más importante— contribución del sistema monetario y financiero al fortalecimiento de la economía real está asociada con la estabilidad monetaria. Un contexto de estabilidad macroeconómica, con baja inflación, reduce la incertidumbre de los agentes económicos y financieros que, *ceteris paribus*, pueden tomar sus de-

cisiones en condiciones considerablemente más favorables que en un contexto macroeconómico inflacionario. Sin duda, esta reducción de la incertidumbre estimula las decisiones de inversión de los agentes económicos.

En los últimos años, la política monetaria —uno de los ejes fundamentales del sistema financiero—, con el apoyo de otras acciones de política económica, ha logrado crear un marco de estabilidad monetaria y financiera favorable al fortalecimiento de la actividad productiva de la economía española. El cumplimiento de las condiciones de convergencia nominal para formar parte de la UME, con menores necesidades de financiación de las administraciones públicas, una baja inflación y descensos de los tipos de interés han sido beneficiosos para la economía real de nuestro país. En este sentido, estas condiciones de estabilidad macroeconómica son también requisito obligado tras la creación de la moneda única, tal y como se acordó en el denominado Pacto de Estabilidad y Crecimiento (2), por lo que cabe esperar que este favorable comportamiento del contexto monetario y financiero de la economía siga reportando beneficios a la actividad productiva.

Este escenario de estabilidad macroeconómica y de completa libertad de movimientos de capitales está dando lugar a un aumento de la competencia en el mercado del ahorro y a buenas perspectivas para los mercados de capitales europeos. La competencia por la captación del ahorro entre los diferentes sectores financieros nacionales de la UME se intensificará cuando el euro se implante, por lo que aquellos países que disfruten de mercados financieros competitivos y de una normativa financiera y fiscal que potencie los mismos, se encontrarán en mejores condiciones para afrontar los retos de integración financiera.

Como ya se ha indicado, una de las principales consecuencias del nuevo marco de estabilidad macroeconómica ha sido los descensos en los tipos de interés de nuestro país. Esta caída en los tipos de interés ha tenido importantes efectos para los agentes económicos, que se pasan a analizar en las próximas líneas.

Las variaciones de los tipos de interés inciden en las decisiones de los distintos agentes económicos a través de tres vías. Por una parte, los cambios en los tipos de interés alteran la relación de sustitución entre consumo y ahorro, por lo que, en última instancia, afectan a la demanda de activos y pasivos, tanto reales como financieros, en los que se materializa el ahorro o desahorro de los diferentes sectores. Por otra

parte, tiene lugar un efecto sobre la renta disponible derivado de la variación en las corrientes de cobros y pagos por los intereses que devengan las tenencias de activos y pasivos financieros (efecto renta). Por último, se modifica el valor de mercado de los activos y pasivos que componen el patrimonio financiero de los agentes (efecto riqueza).

El segundo efecto teórico (efecto renta) merece una explicación adicional. La importancia y el signo de este impacto depende fundamentalmente de la posición financiera neta (acreedora o deudora) de los agentes, de las características concretas de los instrumentos en que se materializa dicha posición financiera y de si las variaciones de los tipos de interés que afectan a los activos financieros son distintas de las que afectan a los pasivos. En España, las familias poseen una fuerte posición acreedora, con lo que un descenso de los tipos de interés disminuye su renta disponible, debido a que la reducción de las rentas por intereses de sus activos es mayor que la caída de los pagos por intereses de sus pasivos. En cambio, para las empresas no financieras, cuya posición financiera neta es fuertemente deudora, el impacto sobre la renta disponible resulta de signo opuesto al de la variación de los tipos de interés de mercado. Ante una disminución de los tipos de interés, las empresas obtienen un ahorro neto de renta derivado de una reducción de los pagos por intereses de los créditos, que es superior a la reducción de ingresos por los intereses derivados de sus activos.

Las variaciones en los tipos de interés también producen cambios en el valor actual de los diversos activos y pasivos de las familias y empresas, en la medida en que se modifica la tasa de descuento de la corriente esperada de ingresos y pagos futuros derivados de los mismos. Las modificaciones en el valor de la riqueza afectan las decisiones de gasto de los agentes privados, de manera que se acentúa la influencia de la política monetaria sobre la demanda agregada. Por ejemplo, las reducciones de los tipos de interés aumentan el valor de la riqueza y actúan de forma expansiva sobre el gasto. En todo caso, conjuntamente con el efecto derivado de las variaciones del nivel actual de los tipos de interés, los cambios de valor de la riqueza financiera vienen determinados por otras variables, entre las que destacan las expectativas sobre la futura evolución económica y el nivel futuro de los tipos de interés.

La materialización de estas ganancias o pérdidas de valor únicamente es posible en la medida en que los activos y pasivos sean negociables. Es decir, solamente aquellas operaciones financieras instrumenta-

das a través de títulos-valores negociables son las que registran variaciones efectivas en su valor presente. En España, los activos financieros negociables en mercados secundarios están en poder, fundamentalmente, del sector privado (economías domésticas y empresas no financieras), de modo que las variaciones en el valor del patrimonio del sector está explicado fundamentalmente por los cambios en el valor de sus activos, debido a que el impacto de las variaciones en el valor de los pasivos es muy reducido, al tratarse de créditos en la mayoría de los casos, instrumento no negociable en mercados secundarios.

Los dos impactos comentados han sido considerables en España desde finales de 1995, momento en que se inició un proceso de descensos continuados en los tipos de interés de los diversos activos negociados en los mercados nacionales, que se ha extendido a lo largo de 1996 y 1997, y que probablemente afecte, en parte, al año 1998. En el cuadro núm. 1 se ofrece una estimación, realizada por el Banco de España, de estos "efectos renta y riqueza" para el sector privado español.

Comenzando por el efecto renta, se observa que la caída de la renta neta por intereses de las economías domésticas ha sido compensado con creces con las ganancias netas de renta por intereses que han presentado las empresas, explicado por una drástica reducción de la carga financiera de sus créditos —como

consecuencia tanto del descenso de los tipos de interés como de su menor endeudamiento— y de una incidencia reducida de los menores ingresos por la rentabilidad de sus activos. El efecto acumulado sobre empresas y familias ha supuesto un aumento de su renta disponible del 0,4 por 100 del PIB en 1996, del 1 por 100 del PIB en 1997 y del 1,3 por 100 del PIB en 1998 (este último dato es una previsión).

En cuanto al efecto riqueza, el cuadro núm. 1 pone de manifiesto que la importancia de este impacto ha recaído, principalmente, sobre las economías domésticas, destacando la significativa revalorización de los títulos negociados en los mercados bursátiles y en los mercados de deuda pública. Como consecuencia de ello, se ha producido un fuerte aumento en el valor de las participaciones en fondos de inversión, cuyos recursos se materializan esencialmente en valores públicos de renta fija y, más recientemente, en activos de renta variable. Éste ha sido el origen de una significativa recomposición de la cartera de activos financieros de las familias en favor de una creciente inversión de recursos financieros, tanto en fondos de inversión como en acciones. Este efecto riqueza ha sido sustancialmente menos significativo en el caso de las empresas no financieras, debido a la menor importancia que poseen estos activos financieros en sus balances en comparación con las familias. El efecto acumulado para el conjunto del sector privado supuso un incremento del valor de su patrimonio del 5,1 por 100 del

CUADRO NÚM. 1  
EFECTOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA RENTA Y RIQUEZA  
DEL SECTOR PRIVADO

	1996	1997	1998
<i>Efecto estimado sobre la renta del descenso de los tipos de interés (Porcentaje del PIB)</i>			
Empresas no financieras . . . . .	1,0	1,8	1,9
Activos financieros (+) . . . . .	-0,2	-0,4	-0,5
Pasivos financieros (-) . . . . .	-1,3	-2,3	-2,4
Familias . . . . .	-0,6	-0,8	-0,6
Activos financieros (+) . . . . .	-1,4	-2,3	-2,2
Pasivos financieros (-) . . . . .	-0,8	-1,5	-1,6
<b>Total . . . . .</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>
<i>Efecto estimado de la revalorización de la riqueza financiera (Porcentaje del PIB)</i>			
Empresas no financieras . . . . .	0,8	0,9	0,7
Acciones . . . . .	0,6	0,8	0,6
Fondos de inversión . . . . .	0,0	0,0	0,0
Otros activos negociables . . . . .	0,2	0,1	0,1
Familias . . . . .	4,3	5,2	3,3
Acciones . . . . .	2,4	3,0	2,2
Fondos de inversión . . . . .	1,8	2,1	1,0
Otros activos negociables . . . . .	0,2	0,1	0,1
<b>Total . . . . .</b>	<b>5,1</b>	<b>6,1</b>	<b>4,0</b>

Fuente: Banco de España, *Informe Anual*, 1997, pág. 49.

PIB en 1996, que pasó a ser del 6,1 por 100 del PIB en 1997 y que, previsiblemente, puede suponer un 4 por 100 del PIB en 1998.

Las previsiones de este efecto riqueza para 1998 se podrían ver afectadas negativamente —lo que supondría una corrección a la baja— por la incidencia de la reciente crisis internacional de los mercados de capitales. En todo caso, todavía está por ver el efecto final de ese proceso de reajuste en las bolsas internacionales. Sobre lo que hay menos dudas es sobre la evolución de los tipos de interés oficiales en España, que deben mantener una clara tendencia a la baja en los últimos meses de 1998 para lograr la completa convergencia antes del 1 de enero de 1999. Las repercusiones de estos futuros descensos de los tipos de interés pueden compensar en buena parte la incidencia de la crisis bursátil internacional de los últimos meses, por lo que la posible corrección en las previsiones del efecto riqueza para 1998 podría ser menos significativa de lo esperado.

En definitiva, el sistema financiero, en general, y la política monetaria, en particular, han contribuido, de forma importante, a la creación de un marco de estabilidad monetaria muy favorable para las decisiones económicas y a la obtención de ganancias sustanciales para el sector privado derivadas de los descensos de los tipos de interés. Por las condiciones previstas para la UME, cabe esperar que estos efectos beneficiosos, especialmente el primero, se mantengan en los próximos años.

### III. LA FINANCIACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO A LA ECONOMÍA REAL

Los flujos crediticios que ofrece el sistema bancario a la economía real es uno de los mecanismos fundamentales a través del cual se materializa el papel del sistema financiero en la generación de actividades productivas. Esto es particularmente cierto en el caso español, en el que el sector bancario es el eje fundamental del sistema financiero y en el que la única alternativa, en la práctica, de financiación externa para las pequeñas y medianas empresas —agentes económicos cruciales para la generación de actividad económica y empleo— es el crédito bancario. Por ello, se van a analizar los flujos crediticios de las entidades de depósito, en la medida en que la información pública de éstas lo permita, para comprobar la evolución reciente de este catalizador de actividades productivas.

Con este objetivo, se evalúa cuál ha sido la evolu-

ción de la estructura de activos en las entidades de depósito españolas durante 1991-1997 y, dentro de ésta, la financiación al sector privado, y en concreto la destinada a actividades productivas. Antes de centrarnos en el caso español, es conveniente enmarcar la situación de nuestras entidades de depósito con las de otros países de nuestro entorno. Para ello se comparan los cambios en la estructura de activos en las entidades de depósito españolas con las de una muestra de países de la OCDE durante 1991-1996 (último año disponible). En todo caso, por falta de información homogénea, no se puede llegar al desglose en financiación al sector privado ni, por consiguiente, a las actividades productivas.

El cuadro núm. 2 pone de relieve que en España, Alemania, Francia, Italia y Reino Unido, ha disminuido el peso de las inversiones crediticias en el balance total durante el período 1991-1996, mientras que únicamente en Japón y Estados Unidos ha ocurrido lo contrario. Por su lado, la cartera de valores ha incrementado su importancia relativa en todos los países, excepto en Estados Unidos. Los activos interbancarios han tendido a disminuir o a mantenerse estables en gran parte de los países considerados, aunque en España se observa un ligero aumento de su importancia.

Si nos adentramos en el análisis de la evolución de las principales partidas de activo del conjunto de las entidades de depósito españolas durante el período 1991-1997, se puede observar que las administraciones públicas (AA.PP.), y especialmente el sector exterior, han ganado importancia relativa en el activo del total de las entidades de depósito españolas, y que el sector privado, en cambio, ha perdido algo más de dos puntos porcentuales (cuadro núm. 3). En la misma línea, la banca privada, por separado, ha tenido un comportamiento muy similar al observado para el conjunto de las entidades de depósito. Por el contrario, el sector privado ha ganado importancia relativa en el activo de las cajas de ahorros, mientras que las AA.PP. presentan el mismo peso en 1997 que en 1991. Asimismo, en el caso de las cajas de ahorros resulta intenso el aumento de la importancia relativa de los activos del sector exterior durante el período considerado.

Para el conjunto de las entidades de depósito españolas, los créditos han sido el componente, dentro de los activos de las AA.PP., que más ha crecido durante 1991-1997, con un incremento considerablemente más elevado que el de los créditos al sector privado (cuadro núm. 4). Respecto a los valores, aunque las diferencias en las tasas de variación son menores, ha ocurrido algo parecido: los títulos pú-

**CUADRO NÚM. 2  
PRINCIPALES CONCEPTOS DE ACTIVO (COMO PORCENTAJE DE ACTIVO TOTAL)  
ENTIDADES DE DEPÓSITO DE ESPAÑA Y PRINCIPALES PAÍSES DE LA OCDE (1991-1996)**

	<i>Inversiones crediticias</i>		<i>Cartera de valores</i>		<i>Caja y Banco Central</i>		<i>Activos interbancarios</i>		<i>Otros activos</i>	
	1991	1996	1991	1996	1991	1996	1991	1996	1991	1996
Alemania . . . . .	56,38	53,52	15,90	20,43	2,21	1,18	22,78	22,41	2,72	2,45
España . . . . .	47,35	44,83	18,10	19,63	7,34	2,57	14,89	16,25	12,32	16,71
EE.UU. . . . .	62,60	63,79	22,06	20,30	4,75	4,25	4,11	3,12	6,48	8,53
Francia . . . . .	41,12	36,28	11,16	18,94	0,73	0,32	38,35	38,52	8,64	5,95
Italia . . . . .	46,67	40,19	14,14	14,23	6,86	3,01	5,02	6,73	28,31	35,83
Japón <sup>(*)</sup> . . . . .	60,22	66,06	13,13	15,86	—	—	11,35	7,08	15,29	11,01
Reino Unido . . . . .	60,53	55,32	8,54	18,48	1,33	0,57	14,99	11,95	14,62	13,69

<sup>(\*)</sup> En el caso de Japón, Caja y Banco Central están incluidos en Activos Interbancarios.  
Fuente: OCDE (1998). Elaboración propia

**CUADRO NÚM. 3  
DISTRIBUCIÓN DEL ACTIVO TOTAL ENTRE SECTORES INSTITUCIONALES (PORCENTAJE TOTAL ACTIVOS).  
TOTAL ENTIDADES DE DEPÓSITO, BANCA PRIVADA Y CAJAS DE AHORROS  
(1991, 1997)**

	<i>Entidades de Depósito</i>		<i>Banca Privada</i>		<i>Cajas de Ahorros</i>	
	1991	1997	1991	1997	1991	1997
Sistema crediticio . . . . .	24,4	20,7	24,1	22,2	23,6	17,5
AA.PP. . . . .	14,9	16,5	12,6	15,0	19,7	19,7
Sector privado . . . . .	46,3	44,0	46,8	39,1	45,3	51,3
Sector exterior . . . . .	5,7	12,5	8,0	17,2	2,0	5,4
Operaciones no sectorizadas . . . . .	8,7	6,3	8,5	6,5	9,4	6,1
TOTAL . . . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

**CUADRO NÚM. 4  
TASAS NOMINALES DE CRECIMIENTO (1991-1997) DE ACTIVOS TOTALES, CRÉDITOS Y VALORES  
Y ACTIVOS AL SECTOR PRIVADO Y ADMINISTRACIONES PÚBLICAS.  
TOTAL ENTIDADES DE DEPÓSITO, BANCA PRIVADA Y CAJAS DE AHORROS  
(En porcentaje)**

	<i>Entidades de Depósito</i>	<i>Banca Privada</i>	<i>Cajas de Ahorros</i>
1. Administraciones públicas . . . . .	89,7	99,1	76,5
1.1. Créditos . . . . .	153,0	172,9	132,1
1.2. Valores . . . . .	74,6	80,9	63,4
2. Sector privado . . . . .	62,6	39,6	99,8
2.1. Créditos . . . . .	62,3	40,4	97,1
2.2. Valores . . . . .	64,6	26,9	126,0
2.2.1 Renta fija . . . . .	-17,0	-35,0	-2,8
2.2.2 Renta variable . . . . .	103,1	426,0	255,0
ACTIVOS TOTALES . . . . .	71,1	66,9	76,2

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

blicos han crecido más que los valores de empresas privadas. Dentro de los valores del sector privado, destaca el crecimiento de los títulos de renta variable y la disminución de los de renta fija.

El cuadro núm. 4 vuelve a mostrar diferencias significativas entre banca privada y cajas de ahorros du-

rante 1991-1997: los créditos de las AA.PP. crecen a un ritmo significativamente más intenso en la banca privada que en las cajas de ahorros, mientras que, por el contrario, los créditos al sector privado aumentan notablemente más en las cajas de ahorros (que superan incluso la tasa de crecimiento de sus activos totales) que en la banca privada.

Si se desagregan los créditos al sector privado por finalidades, se obtiene la información sobre la financiación de las actividades productivas. En el cuadro número 5 se puede observar que, dentro del crédito al sector privado del conjunto de las entidades de depósito españolas, la importancia relativa de los créditos al sector real ha disminuido significativamente durante 1991-1997, mientras que ha aumentado la de las financiaciones a personas físicas. De hecho, en 1997 algo más de una de cada cinco pesetas de los activos totales de las entidades de depósito se destinaba a financiación productiva, mientras que en 1991 la relación era algo mayor.

En un trabajo anterior (Carbó, 1995) se mostró que esta reducción en el peso de la financiación productiva venía explicada fundamentalmente por la caída en la importancia de esa variable en la banca privada. Ello contrastaba con el comportamiento de las cajas de ahorros que habían incrementado ligeramente el peso de la financiación productiva en su activo debido a las mayores tasas de crecimiento de este tipo de créditos.

La evolución de la estructura del activo durante el período 1991-1997 revela que el conjunto de las entidades de depósito españolas ha disminuido el peso de los créditos a la economía real en su balance. Estos créditos, fundamentales para materializar proyectos de inversión productiva y generar empleo, han perdido importancia relativa en beneficio de los activos de las AA.PP. y del sector exterior. Esta tendencia también ha tenido lugar en la banca privada, mientras que en las cajas de ahorros ha acontecido lo contrario.

Esta menor importancia relativa del peso de los créditos a la actividad real coincide en el tiempo con una serie de tendencias en el sistema financiero español que limitan el crecimiento de los balances bancarios. Por ejemplo, la espectacular expansión de los

fondos de inversión —motivada, entre otros factores, por su favorable tratamiento fiscal y por las caídas de los tipos de interés—, ha supuesto una disminución en el crecimiento de los depósitos de las entidades financieras españolas durante los últimos años. Las implicaciones de estos menores incrementos de los depósitos han supuesto tensiones significativas de liquidez de los bancos y las cajas de ahorros españoles, las que se han hecho particularmente intensos en 1997, cuando el crédito ha crecido de forma considerable al socaire de la coyuntura económica favorable. En los últimos tiempos, las entidades financieras españolas se han visto obligadas a acudir a la financiación exterior mediante préstamos de instituciones de crédito no residentes para encontrar vías alternativas para financiar el crecimiento de las inversiones. Si estas tendencias continuaran acentuándose, la disponibilidad de crédito, variable fundamental para la economía, podría verse afectada negativamente.

El trasvase de recursos de depósitos a fondos tiene una desventaja adicional en este contexto: el ahorro captado en estos instrumentos financieros es invertido, en su mayor parte, en valores de deuda pública y, en el mejor de los casos para la actividad productiva, en valores de grandes empresas. Ello deja a las pequeñas y medianas empresas fuera de las inversiones de los fondos, por lo que se acentúa aún más la importancia estratégica de la financiación bancaria a estas empresas, que representan el núcleo fundamental de nuestra economía real.

En definitiva, parece conveniente la ampliación cuantitativa de las posibilidades de inversión crediticia de las entidades de depósito. Por ello, en el siguiente apartado se analiza la incidencia de dos normativas nuevas (una ya en vigor y la otra lo estará próximamente) que pueden afectar positivamente al futuro de los flujos crediticios de las entidades de depósito. Se trata de la normativa sobre titulización y la

**CUADRO NÚM. 5**  
**IMPORTANCIA RELATIVA DEL CRÉDITO A LAS AA.PP. Y AL SECTOR PRIVADO POR FINALIDADES**  
**(COMO PORCENTAJE DE ACTIVOS TOTALES)**  
**TOTAL ENTIDADES DE DEPÓSITO (1991,1997)**

	<i>Entidades de Depósito</i>	
	1991	1997
1. Administraciones públicas . . . . .	2,9	4,3
2. Sector privado . . . . .	43,2	41,0
2.1. Financiación actividades productivas . . . . .	28,2	22,0
2.2. Otras financiaciones a personas físicas. . . . .	11,3	16,0
2.3. Otras . . . . .	3,7	3,0

*Fuente:* Banco de España. Elaboración propia.

reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF).

#### IV. LA NECESARIA ADAPTACIÓN DE LA NORMATIVA FINANCIERA: TITULIZACIÓN Y REFORMA IRPF

El pasado mes de mayo se aprobó el Real Decreto 926/1998, por el que se regulan los fondos de titulación de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulación (3). Con esta normativa se completaba la regulación sobre titulación existente en nuestro país recogida fundamentalmente en dos disposiciones generales y una específica: las generales eran la Ley 2/ 1981 (de 25 de marzo) de regulación del mercado hipotecario, y la Ley 19/1992 que regulaba los fondos de titulación de créditos hipotecarios; la específica era la Ley 10/1994 que contemplaba la titulación de créditos resultantes del proceso de la Moratoria Nuclear.

Las normativas de 1981 y de 1992 regulaban únicamente la titulación hipotecaria. Dentro de ésta, la normativa de 1981 regulaba la denominada "titulación de dentro de balance" que, en líneas generales, consiste en que la propia entidad de crédito emite unos títulos con la garantía de los activos que mantiene en su cartera (que en el caso de la titulación hipotecaria son los préstamos hipotecarios). Esta modalidad tiene la particularidad de que no se transfiere el riesgo de impago del activo subyacente al tenedor del título y que la entidad financiera que titula mantiene en su balance tanto el activo subyacente como el pasivo emitido. La normativa de 1992 regulaba la "titulación hipotecaria de fuera de balance" que se caracteriza porque el proceso lo realiza una institución independiente (denominada fondo de titulación hipotecaria) que adquiere los activos subyacentes a la entidad de crédito y, simultáneamente, emite unos títulos también llamados bonos de titulación. Éstos son valores de renta fija homogénea, estandarizados y susceptibles de negociación en los mercados de valores organizados. Lo relevante de esta modalidad es que los activos titulizados se dan de baja del balance bancario y su riesgo es transmitido al tenedor del bono.

En los principales países de nuestro entorno, la titulación es un fenómeno con una larga tradición, con la particularidad de que en los países anglosajones y en Japón se encuentra más extendida la modalidad "fuera de balance", mientras que en Europa continental predomina la titulación "dentro de balance", probablemente como consecuencia de que el sector

bancario es el eje fundamental en los sistemas financieros de estos países. El cuadro núm. 6 pone de manifiesto que Estados Unidos posee, de lejos, el mayor mercado de activos titulizados del mundo, seguido por el Reino Unido. Es lógico que en estos dos países, con un gran peso de los mercados de capitales en sus sistemas financieros, este segmento de desintermediación financiera esté mucho más desarrollado. La información recogida en el cuadro núm. 6 sugiere que en países como España, Italia y Alemania, entre otros, todavía queda un largo camino por recorrer —a la vez que existe un gran campo de oportunidades que explotar— para lograr el desarrollo de un mercado amplio y profundo para los activos titulizados.

La nueva normativa de mayo de 1998, que amplía las posibilidades de titulación, es un paso muy importante en la dirección para desarrollar este mercado. En general, con una regulación más amplia de la titulación "fuera de balance" se flexibilizan los mercados primarios de emisión de valores y se liberalizan los mercados financieros, haciéndolos más competitivos. Asimismo, la titulación permite restaurar el equilibrio de los balances bancarios en presencia de procesos de caída en el peso de los pasivos tradicionales como los depósitos. En el caso español, donde ese trasvase de recursos de depósitos, fondos de inversión ha sido particularmente intenso en los últimos años, este desarrollo reglamentario llega en un momento muy oportuno, en el que se están produciendo rápidos y fuertes trasvases de títulos financieros entre las familias y empresas y las instituciones financieras.

Las principales consecuencias de la expansión futura de los Fondos de Titulación de Activos sobre el

CUADRO NÚM. 6  
EMISIONES DE VALORES PROCEDENTES  
DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS  
(Miles de millones de dólares USA)

	Año 1997
Reino Unido . . . . .	23,8
Francia . . . . .	11,4
Holanda . . . . .	6,8
Bélgica . . . . .	1,5
Italia . . . . .	0,9
España . . . . .	0,8
Alemania . . . . .	0,1
PRO MEMORIA:	
Estados Unidos . . . . .	706,2
Total UE . . . . .	45,3
Japón . . . . .	3,1

Fuente: OCDE, *International Securitization Report*.

sistema financiero son las siguientes (véase Banco de España, 1998, pág. 49):

a) Por una parte, coadyuvará a ampliar la dimensión y profundidad del mercado primario de renta fija privada de nuestro país, que en la actualidad se encuentra muy poco desarrollado. Este objetivo es particularmente importante en el presente marco de menor crecimiento de las emisiones de deuda pública y de expansión de la demanda de valores negociables como resultado del auge de la inversión institucional.

b) Por otra parte, contribuirá a compensar, al menos parcialmente, el desequilibrio en la financiación de las entidades de crédito, especialmente acusado a lo largo de 1997 y de 1998, como consecuencia de la ralentización del crecimiento de los depósitos bancarios —derivado de la fuerte expansión de los instrumentos de ahorro de fuera de balance— y del aumento del crédito bancario resultante de la presente fase expansiva del ciclo económico (4). Esta normativa abre la posibilidad de transformar activos sin garantía real, como los créditos comerciales, préstamos personales, deudores por tarjetas de crédito, arrendamientos financieros y saldos morosos, que en su conjunto suponen un volumen superior al de los créditos hipotecarios.

c) Por último, permitirá incrementar el montante total de activos en garantía para las operaciones de intervención monetaria, en la medida en que los pasivos de los Fondos de Titulización de Activos se encuentren en las carteras de las entidades de crédito. En este sentido, los bonos de titulización de activos serán aceptados como colateral en las operaciones de crédito del Sistema Europeo de Bancos Centrales, en el caso de que tengan como subyacente una garantía real o, en su defecto, si el *rating* de una agencia de calificación internacional es suficientemente elevado o si algún banco central nacional considera que la calidad crediticia de los bonos de titulización es suficiente para ser aceptados como garantía en las operaciones de intervención monetaria.

La segunda normativa recientemente aprobada, y que es relevante en este contexto, es de carácter fiscal. La reforma del IRPF tendrá innumerables implicaciones para el conjunto de variables económicas y financieras. En el contexto de este trabajo, la reforma del impuesto sobre la renta podrá contribuir a restaurar el equilibrio en los balances bancarios ya que suaviza las desventajas fiscales de ciertos tipos de depósitos a largo plazo. Sin duda, ello conducirá a un mayor atractivo de estos instrumentos de pasivo bancario, especialmente en aquellos agentes económicos más aversos al riesgo.

Por ello, el posible crecimiento más intenso de los depósitos quizás atenúe las tensiones de liquidez que están experimentando las entidades financieras españolas en los últimos años. Asimismo, podría despejar la incertidumbre, ahora existente, sobre el futuro crecimiento de los balances y créditos bancarios —e impedir un posible racionamiento de crédito, o *credit crunch*—, con lo que la financiación bancaria a las pequeñas y medianas empresas no saldría perjudicada.

En definitiva, cabe entender el desarrollo de la normativa de titulización y las implicaciones de la reforma del IRPF para el sistema financiero como una adaptación normativa necesaria —está por ver si suficiente— al nuevo contexto del sistema financiero español, en el que la liberalización y la desintermediación financiera han promovido sustanciales transformaciones. Comoquiera que estas nuevas normas van a facilitar los flujos crediticios de la economía, la economía real, en principio, se verá también beneficiada.

## V. CONCLUSIONES

El papel del sistema financiero en la economía real y en el crecimiento económico es una cuestión que despierta un creciente interés, tanto desde la óptica teórica como desde las acciones de política económica. Este artículo ha analizado dos de los pilares fundamentales de la contribución del sistema monetario y financiero al crecimiento económico: la creación de un contexto de estabilidad monetaria (con bajos tipos de interés) y los flujos crediticios bancarios destinados a la economía real.

La creación de un marco de estabilidad monetaria y financiera, como el existente en España en los últimos años, genera efectos muy favorables en la dirección de reducir la incertidumbre en las decisiones de los agentes económicos. Asimismo, la caída de los tipos de interés en este contexto de estabilidad ha generado sustanciales efectos “renta” y “riqueza” de signo positivo para el sector privado de la economía (familias y empresas).

Por su parte, y por razones de diversa índole, los flujos crediticios que el sistema bancario español en su conjunto dedica al sector privado y, en particular, a las empresas —y dentro de éstas, a las de menor dimensión que son las que más dependen de esos préstamos—, se han visto reducidos, en términos relativos, en los últimos años (5). Éste es un aspecto que hasta ahora no ha tenido gran trascendencia debido a la recuperación de los beneficios de las empre-

sas en los últimos años, que ha permitido generar una corriente importante de autofinanciación y, por consiguiente, depender, en menor medida, de la financiación externa proveniente de las entidades de crédito. Sin embargo, en otras condiciones menos favorables, la menor disponibilidad de crédito podría tener una incidencia negativa para la economía real y desacelerar el crecimiento económico.

La aprobación de la nueva normativa de titulización y la incidencia de la reforma del IRPF puede contribuir a aumentar la financiación crediticia de las entidades financieras, por lo que se puede considerar, al menos *a priori*, como adaptaciones de la regulación favorecedoras de la generación de actividades productivas. En cualquier caso, habrá que esperar un tiempo para conocer la completa incidencia de estas nuevas normas y poderlas evaluar con mayor rigor.

#### NOTAS

(1) La contribución de los mercados de capitales al crecimiento económico no se analiza en este artículo, y es estudiado en el trabajo de Martínez-Pardo publicado en este mismo volumen.

(2) Para un análisis del presente y futuro de la política monetaria

y fiscal en el contexto de la unión monetaria, véase DUISENBERG (1998).

(3) Véase MÍNGUEZ (1998) para un análisis de la nueva regulación de la titulización de activos.

(4) No obstante, no se puede ignorar que la alternativa de titulización es una "vía de financiación" cara para las entidades de crédito, por lo que todavía está por ver la respuesta de éstas ante estas nuevas posibilidades y, por tanto, conocer el grado de éxito de la nueva normativa.

(5) Si se desagrega por entidades, se observa que esta tendencia se cumple en la banca privada pero no en las cajas de ahorros, que dedican una parte creciente de sus activos a la financiación a empresas.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO DE ESPAÑA (1998), *Boletín Económico*, julio-agosto.

CARBÓ, S. (1995) "Regulación y financiación a la economía real", *Papeles de Economía Española*, nº 65, páginas 107-114.

DUISENBERG, W. (1998), "Condiciones para el éxito de la UME", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, nº 61, páginas 41-44.

MÍNGUEZ, R. (1998), "La nueva regulación de la titulización de activos", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, nº 62, páginas 63-67.