

DIEZ MESES DE LIMITACION AL CREDITO: LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA  
DE DESINTERMEDIACION FINANCIERA  
¿Cabe seguir esperando de la medida un fuerte carácter  
restrictivo sobre la economía?

---

Analistas Financieros Internacionales, S.A.  
(Grupo Ahorro Corporación)  
Abril 1990

Transcurridos ya prácticamente 10 meses de la implantación de límites cuantitativos sobre el crédito interno otorgado por el sistema crediticio a las empresas no financieras y familias parece confirmarse claramente ya la existencia de un amplio proceso de desintermediación financiera que está alterando los canales de financiación del sector privado con el fin de evitar los límites al crédito. Además, otro proceso, ligado a razones de índole puramente fiscal viene a añadirse en los últimos meses: la emisión de pagarés forales opacos fiscalmente. Esta situación hace de muy difícil interpretación los agregados monetarios tradicionales, en un momento en que su ayuda para valorar el grado de desaceleración mostrada por el gasto nominal hubiera sido de gran utilidad.

En esta nota trataremos primero de delimitar históricamente la implantación de límites al crédito, valorando sus repercusiones para la instrumentación de la política monetaria. Después estimaremos cuantitativamente el impacto de estos procesos sobre la liquidez del público y obtendremos algunas conclusiones sobre las consecuencias de este análisis.

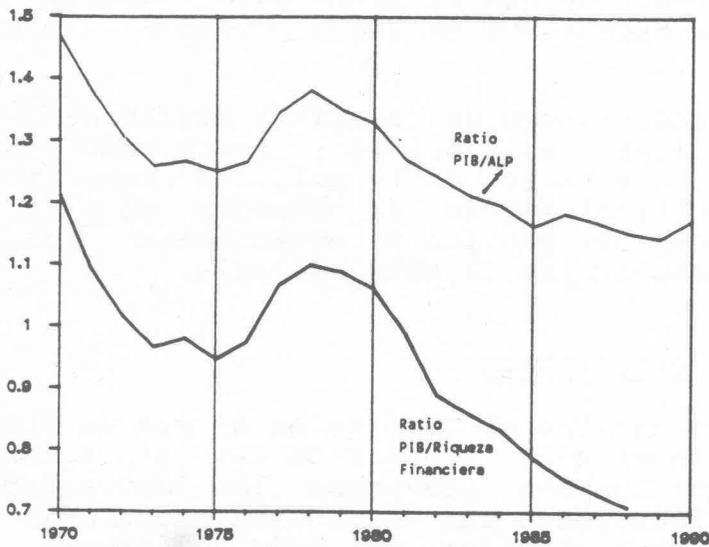
### Límites al crédito y desintermediación

La implantación de los límites al crédito en el mes de julio tenía lugar en un momento en el que, a pesar de las elevaciones de tipos de interés que habían provocado las autoridades monetarias, se estaba produciendo una expansión monetaria y crediticia verdaderamente espectacular. El crédito interno al sector privado creció un 22% en el primer semestre en tasa media anualizada, mientras ALP lo hacía al 13,7% (deben tenerse en cuenta al interpretar la tasa del crédito, las restricciones existentes al endeudamiento exterior). Estaba claro que la expansión financiera (el crédito fácil) estaba alimentando un crecimiento nominal en la economía de tal intensidad que hacía peligrar la estabilidad de los precios (lo que en un contexto de estabilidad cambiaria haría peligrar la competitividad de los bienes y servicios españoles) y que podría terminar por provocar una excesiva ampliación del déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos por la vía del deterioro del ahorro neto del

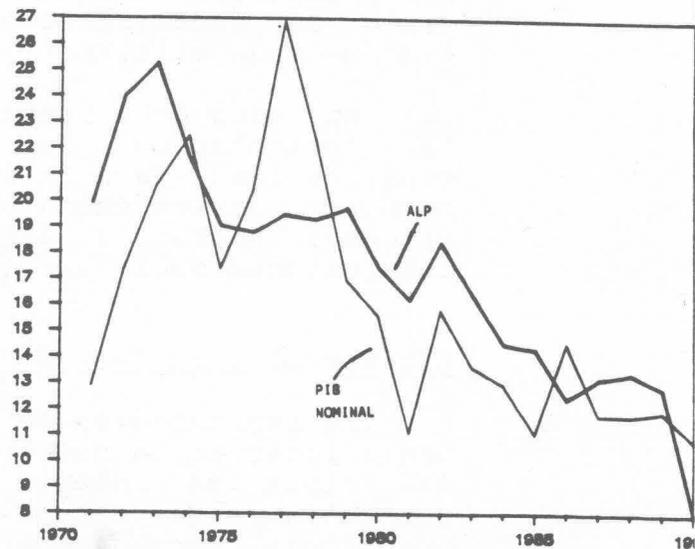
sector de empresas no financieras y familias.

Sin embargo, era evidente también que a tal expansión no podría responderse ya con los instrumentos monetarios con que las autoridades habían tratado de llevar a cabo su política anticíclica, demasiado centrada en la política monetaria. Los tipos de interés habían alcanzado ya un alto nivel y el compromiso tácito primero y expreso una vez incorporada nuestra divisa a la disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo (SME), impedía una nueva apreciación de la peseta frente a las monedas europeas. En este contexto, sólo cabían dos alternativas. O un giro de la política económica hacia la beligerancia fiscal (moderación de gastos y medidas fiscales), con un abandono de la hegemonía (o "soledad") de la política monetaria en la lucha antiinflacionista, o la adopción de medidas de limitación cuantitativa del crédito bancario al sector privado, dando un paso heterodoxo, pero de probada eficacia, al menos a corto plazo, en la línea de la política monetaria empleada hasta entonces.

VELOCIDAD DE CIRCULACION-RENTA



CRECIMIENTO DEL GASTO NOMINAL Y DE ALP



La contingentación del crédito privado ahorraba a las autoridades así una elevación adicional de tipos de interés y por consiguiente quizá también una apreciación adicional de la peseta o una nueva expansión de las reservas centrales de divisas. En este sentido, la medida, de compleja instrumentación, ha hecho posible que el Banco de España no haya vuelto a elevar sus tipos de interés desde hace casi un año, desde julio del pasado ejercicio. Sin embargo, las autoridades no han permitido una

relajación en los tipos de interés. Antes al contrario. Un férreo control de la liquidez prestada al sistema bancario ha supuesto, en estos casi diez meses transcurridos, la conservación de una curva plana o positiva, según los momentos, en los tipos del mercado de dinero interbancario.

Bajo nuestro punto de vista, esta actitud de preocupación por el nivel de los tipos de interés, además de atender a razones de pura estabilidad cambiaria -en un contexto de grandes cambios en los tipos europeos-, responde a la consideración de que, si bien en la actualidad la pura contingentación del crédito asegura un impacto restrictivo sobre la financiación de la economía, existen canales de financiación extracrediticia que un excesivo diferencial entre los tipos de interés del crédito y aquéllos sobre instrumentos financieros excluidos de la definición de crédito, puede alimentar. El nivel de los tipos de interés, aunque exista limitación sobre el crédito, no es pues irrelevante para la política monetaria. Máxime si se concede, como parece evidenciarse de las declaraciones públicas del Gobernador del Banco de España, un carácter transitorio (sólo 1990) a la limitación.

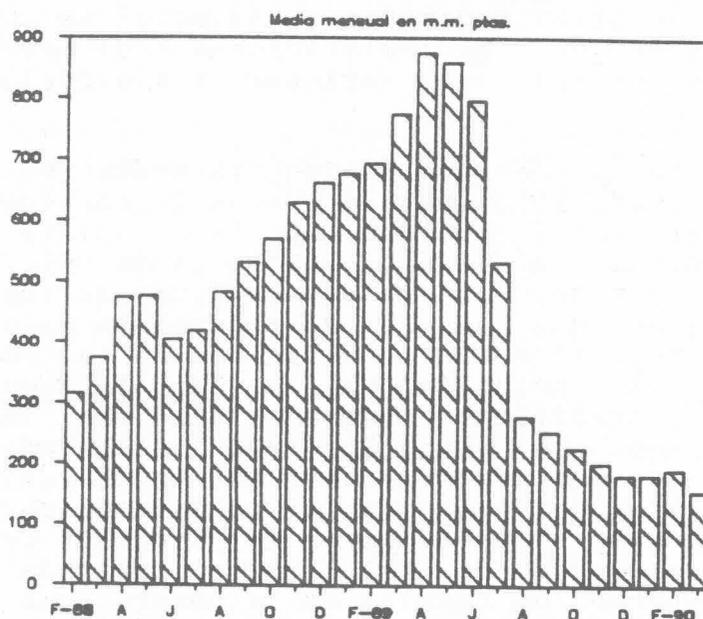
El hecho de que la desintermediación financiera pudiera mermar la eficacia restrictiva de la contingentación del crédito sobre el gasto nominal de la economía, hacia sin duda especialmente relevantes, tanto la definición del concepto de crédito limitado, como el propio nivel de los tipos de interés de los activos que sirven de referencia para las emisiones de instrumentos financieros excluidos de tal definición. En este sentido, la inclusión de las transferencias de activo en el objetivo crediticio evitaba una vía de "escape" a las limitaciones que había mostrado una elevada operatividad a lo largo del primer semestre de 1989. La elevación del tipo marginal de la letra del Tesoro en el mercado primario en los primeros meses de 1990 -rectificación del descenso de este tipo que tuvo lugar en el verano de 1989, por razones más ligadas al arbitraje en el mercado de cambios de la peseta que directamente a la inversión en deuda pública- puede considerarse también como una respuesta de las autoridades al proceso de desintermediación abierto por los pagarés de empresa.

#### Transferencias de activo

Las transferencias de activo son operaciones de las denominadas "fuera de balance". Se trata de la venta total o parcial de un activo financiero de naturaleza "no negociable" en mercados organizados, en la cual la entidad bancaria cede al comprador de la transferencia todos sus riesgos y derechos y en consecuencia la da de baja del activo de su balance. No es pues un pasivo (como ocurre con las participaciones en activo) de la

entidad bancaria. La virtud de estas operaciones para las instituciones financieras reside en la posibilidad de vehicular con ellas una mayor liquidez en sus balances, lo que les otorga mayor capacidad de maniobra ante elevaciones en los tipos de interés. Para los clientes de las instituciones estas operaciones tenían la ventaja, hasta julio de 1989, de que sus rendimientos no estaban sujetos a retención fiscal. Ello hacía que las entidades financieras optaran por instrumentar como transferencias de activos (sin retención) muchas de sus ventas de virtuales pagarés de empresa (con retención) a sus clientes. Ambas operaciones estaban "fuera del balance", pero su diferente impacto fiscal permitió un desarrollo sustancialmente mayor en las primeras. En abril de 1989 las transferencias alcanzaban un saldo vivo de 900,2 m.m. (excluyendo las interbancarias), cuando al final de 1987 apenas superaban los 290 m.m.

TRANSFERENCIAS DE ACTIVOS



En julio de 1989, el mes en que el Banco de España impuso sus límites al crédito al sector privado, las autoridades económicas publicaban la Circular 13/1989 en la que se definían con mayor rigor tanto transferencias como participaciones y el RD-Ley 5/1989 del 7 de julio, que obligaba a practicar retención fiscal sobre las transferencias de activo. La necesidad de reclasificar gran parte de las transferencias como participaciones (operaciones muy similares a los "repos" y sometidas al coeficiente de caja como pasivos computables) y la obligación de practicar retención fiscal provocaron un brusco descenso del saldo vivo de transferencias, que en el mes de agosto se reducía a 183,8 m.m. para finalizar el año en 159,7

m.m. Hoy las transferencias forman parte de la definición de los ALP y del crédito interno al sector privado. Se trata, sin duda de una inclusión que altera profundamente la naturaleza del agregado (recuérdese que son operaciones "fuera de balance") y, en nuestra opinión, de un primer paso para una eventual inclusión también de los pagarés de empresa intermediados (o mejor había que decir, desintermediados) por las instituciones financieras. Adicionalmente la inclusión de las transferencias, desde julio de 1989, en el concepto de crédito limitado por el Banco de España, cerraba el "problema" monetario provocado por éstas de forma definitiva.

Una vez clarificados tanto el estatuto fiscal de las transferencias, como su estricta definición, la inclusión en el límite terminaba por cerrar el camino a una vía de "escape" a la contingentación que de otro modo hubiera sido profusamente utilizada por las entidades bancarias, a pesar de la nuevas condiciones, con el fin de reducir sus saldos de crédito y ampliar su disponibilidad bruta de concesión de nuevos créditos a empresas no financieras y familias. Con ello, los pagarés de empresa han pasado a convertirse prácticamente en los únicos activos privados a corto plazo en manos del público no sujetos a limitación al crédito, a diferencia de las transferencia de activo.

#### Pagarés de empresa

El "boom" de los pagarés de empresa parece haberse desarrollado desde el mes de noviembre del pasado año. Sin embargo, es muy difícil aproximarse a las cifras, ya que son muy variados los canales por los que ha transcurrido el proceso de desintermediación provocado por su emisión y colocación en manos del público. En primer lugar, es una incógnita cuál ha sido el final de las transferencia reclasificadas en julio del pasado año. Los casi 600 m.m. en que se redujeron las transferencias entre julio y agosto, se reclasificaron como participaciones en una parte (unos 250 m.m.) de forma inmediata pero transitoria. De hecho, las participaciones redujeron su saldo vivo de 273,7 m.m. al final de mayo a solo 75,5 m.m. al cierre de 1989. Las cesiones temporales tampoco albergaron los fondos reclasificados ya que su saldo apenas superaba los 10 m.m. al final de dicho año. Teniendo en cuenta que el crecimiento de ALP fue en el segundo semestre de 1989 de sólo un 9,2% medio analizado y del 1,8% en el primer trimestre de 1990 cabe preguntarse dónde se han materializado los fondos antes considerados como transferencias. La hipótesis de que han venido a añadirse a los saldos de pagarés de empresa en poder del público, parece relativamente consistente.

En segundo lugar, es difícil precisar en qué medida los saldos ligados a la actividad "normal" de los mercados de pagarés

son representativos de todo el proceso de desintermediación financiera que ha podido producirse a raíz del agotamiento a lo largo de la segunda mitad de 1989 del boom crediticio de la primera mitad del año. Cabe pensar que junto a los voluninosos saldos emitidos en los mercados primarios organizados ha tenido lugar en los últimos meses una fuerte expansión de estas emisiones en el ámbito del "micromercado" de cada institución financiera. El agotamiento de los límites de crédito por parte de muchas instituciones financieras habría conducido a éstas a ofrecer, como instrumento alternativo de financiación, pagarés de empresa a corto plazo colocados casi simultáneamente entre la propia clientela de la institución. Esta actividad habría afectado a buen número de empresas de buen riesgo, tanto a nivel local como nacional.

La existencia de un proceso amplio de desintermediación financiera parece avalada además por el análisis de lo sucedido con el crédito al sector privado según finalidades en el segundo semestre de 1989. Los datos disponibles muestran una mayor incidencia de la desaceleración crediticia sobre el crédito destinado a financiar actividades productivas que sobre aquél dedicado a las familias. El primero pasó entre junio y diciembre de 1989 de una tasa interanual del 17,0% a otra del 11,9%, mientras el segundo lo hizo del 32,8% al 25,7%. La financiación de vivienda propia a familias pasó en el mismo periodo de una tasa de crecimiento del 29,5% a otra del 27,4%.

No cabe duda, finalmente, de que la amplia brecha abierta a lo largo del segundo semestre de 1989 entre el tipo de interés marginal de las letras del Tesoro en el mercado primario y el tipo de los préstamos interbancarios ha incentivado adicionalmente tal proceso de desintermediación al permitir una más amplia gama de riesgos en las emisiones de pagarés y al abaratarlas en términos relativos. De hecho, el tipo de la letra ha sido el único instrumento utilizable por las autoridades para medir este años sobre las emisiones de pagarés.

Según estimaciones del Banco de España frente a un crecimiento en el primer trimestre de 1990 del 1,8% en ALP da consideración de un agregado más amplio que incluiría los pagarés de empresa y los forales, elevaría esta tasa hasta el 9%, 7,2 puntos porcentuales. Por otra parte, frente al 8,2% de tasa para el crédito interno al sector privado sometido a los límites, la adición de los pagarés, elevaría la tasa del trimestre hasta nada menos que un 13% (véanse las tablas adjuntas). Si bien ha existido una clara desaceleración monetaria, éste debe pues matizarse a la vista de estas tasas, que bajo nuestro punto de vista podrían estar incluso infravalorando el proceso de desintermediación.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PRESUPUESTO MONETARIO PARA 1990

	1989	1990	Tasas crecimiento		Pro-memoria
			89/88	90/89	86/87
PIB nominal	44.679,9	49.509,3	11,9	10,8	14,6
ALP media año	39.090,5	42.217,7	12,8	8,0	12,4
Velocidad de circulación PIB/ALP	1.143,0	1.173,0	-0,8	2,6	1,9

FUENTE: Elaboración propia sobre los objetivos del Gobierno.

EXPANSION MONETARIA Y DESINTERMEDIACION FINANCIERA

	1989	1989	1989	1er. trimestre 90
	1er.semestre	2ªsemestre		
Activos Líquidos del Público (a)	13,7	9,2	11,3	1,8
Crédito Interno al S.Privado (a)	22,0	12,9	17,6	8,2
M1	13,4	14,5	13,9	14,0
M2	12,0	10,3	11,1	15,0
M3	10,5	10,3	10,4	27,0
Crédito+pagarés de empresa (b)	23,0	13,9	18,4	13,0

(a): tanto ALP como Crédito interno al Sector privado incluyen transferencias de activo.  
 (b): estimación propia sobre estimación del Banco de España.

EL IMPACTO DE LA DESINTERMEDIACION SOBRE ALP Y CREDITO PRIVADO  
 (Saldos a fin de mes en m.m. ptas. y tasas de crecimiento)

	1989	1989	1990
	1er. semestre	2ª semestre	1er. trimestre
Activos líquidos del público (ALP)	38.996	40.749	40.927,0
ALP + pagarés de empresa del público	39.537	41.487	42.257,7
Tasas medias anuales acumulativas			
ALP	13,7	9,2	1,8
ALP + pagarés	14,1	10,1	7,6
Crédito interno a empresas y familias	33.349	35.435	36.140
Crédito + pagaré de empresa del público	33.890	36.173	37.296
Tasas medias anuales acumulativas			
Crédito	22,0	12,9	8,2
Crédito + pagarés	23,0	13,9	13,0

FUENTE: Analistas Financieros Internacionales, S.A.

CRECIMIENTO DEL CREDITO DEL SISTEMA BANCARIO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS  
(Tasas interanuales)

	Total	Saldos primarios	Industria	Construcción	Servicios
Dic-88	12,7	21,3	0,4	27,0	23,7
Mar-89	11,6	21,8	-0,7	27,8	21,0
Jun-89	17,0	22,9	3,4	31,5	28,3
Sep-89	14,0	17,1	6,2	33,7	16,8
Dic-89	11,9	8,3	8,3	34,1	10,0
Pro-memoria: paso de cada sector en el saldo vivo total					
Dic-89	100,0	5,1	41,4	13,5	40,0

FUENTE: Boletín Estadístico del Banco de España.

CRECIMIENTO DEL CREDITO AL SECTOR PRIVADO POR FINALIDADES (Tasas interanuales)

Otras financiaciones a personas físicas

Financiación actividades productivas	Otras financiaciones a personas físicas						Financ. inst. privadas sin fines lucro		Sin clasificar	TOTAL
	Vivienda propia	Bienes consumo duradero	Otros bienes y servicios	Valores	Otras	Total	privadas sin fines lucro	Sin clasificar		
Mar-86	6.7	16.4	21.7	123.6	76.7	25.6	25.0	-3.9	-3.0	8.5
Jun-86	7.1	18.7	27.4	115.2	1.9	14.2	-18.8	32.2	-0.7	2.2
Sep-86	7.8	19.5	30.5	34.8	35.2	21.5	23.0	39.5	2.3	9.9
Dic-86	5.2	22.2	37.5	30.8	67.9	17.7	24.7	83.2	11.6	9.3
Mar-87	8.6	19.9	46.9	28.0	103.5	17.0	24.9	94.1	5.4	11.4
Jun-87	7.8	20.3	43.1	23.0	176.5	23.5	92.3	47.7	17.0	19.6
Sep-87	11.0	19.1	41.1	17.9	85.9	22.0	23.7	26.3	24.5	14.7
Dic-87	12.4	15.7	39.9	18.2	121.0	22.8	22.4	19.1	36.1	16.5
Mar-88	12.2	15.6	36.8	15.2	6.1	24.2	20.8	2.7	38.1	16.2
Jun-88	11.1	16.9	37.0	18.7	-3.1	30.0	23.0	9.4	30.1	15.4
Sep-88	10.7	20.4	35.5	18.8	43.1	35.8	26.3	-5.3	31.8	15.9
Dic-88	12.7	25.3	29.5	19.2	38.7	38.0	28.3	-13.7	21.8	16.7
Mar-89	11.6	30.0	35.2	23.1	61.2	45.6	33.9	-2.2	22.6	17.4
Jun-89	17.0	29.5	34.8	-17.4	194.0	52.8	32.8	-5.5	28.4	21.7
Sep-89	14.0	29.5	28.0	-17.4	118.2	47.3	29.8	11.3	22.6	18.5
Dic-89	11.9	27.4	26.6	-20.5	40.8	38.5	25.7	29.3	15.8	15.5

Crédito otorgado por el Sistema Bancario. Datos trimestrales

FUENTE: Boletín Estadístico del Banco de España.