

LA POLITICA MONETARIA Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

Raimundo Ortega

Desde que en 1.958 el Banco de España comenzó a publicar un "Informe Anual" semejante al que ahora llega a nuestras manos, su índice ha incluido uno o varios capítulos dedicados a comentar la evolución y los problemas presentados a la política monetaria y a los mercados financieros a lo largo del ejercicio anterior.

Hace varios años que dicho capítulo se titula como indica este comentario y hace también varios años que su estructura interna es básicamente la misma. Por otro lado, y en contra de lo que cualquier lector poco familiarizado con los usos y costumbres de nuestro banco emisor pudiera esperar, no suele ser ésta la parte del Informe reservada por el Banco para formular sus críticas a la política económica oficial. Las cargas de profundidad suelen encontrarse ya en el Discurso de presentación del Informe que lleva a cabo el Gobernador o en los capítulos dedicados a glosar la marcha de la economía española o la financiación de la economía.

Pero tampoco conviene caer en la tentación de hojear demasiado rápidamente estas páginas, suponiendo con cierta malicia que la institución no se va a criticar a sí misma. No es que tal cura de humildad suceda con excesiva frecuencia, pero no es extraña. Ahora bien, la lectura del capítulo es apasionante porque siempre puede encontrarse en él la falsilla que ha pautado la actuación del Banco de España como ejecutor de la política monetaria; y al comparar lo realmente escrito con las gruesas líneas sobre las cuales se concibió la narración, se ponen de manifiesto las desviaciones de ésta respecto a aquélla. Pero es más, la propia disposición de los apartados componentes del capítulo es reveladora del cambio de énfasis en las prioridades de nuestro Banco Central.

Y eso es lo sucedido este año. En el Informe correspondiente a 1.988, el capítulo comenzaba con una "Introducción" a la que seguía el estudio de la evolución de los agregados monetarios y crediticios, "La instrumentación de la política monetaria y los tipos de interés", para, a continuación, enfrentarse con la cuestión de "El tipo de cambio y la incorporación al S.M.E". Pues bien, este año el Informe modifica ese orden y presenta el tema de "El tipo de cambio" inmediatamente después de la "Introducción"; relegando los apartados relativos a "Los agregados..." y "La instrumentación..." a un análisis posterior.

La mutación es muy significativa por cuanto supone aceptar formalmente un cambio de prioridades que, como se intentará argumentar al final de este Comentario, el Banco no acaba de admitir en su pleno significado a la hora de instrumentar su

política monetaria.

Hechas estas advertencias previas es hora de encarar la tarea de comentar el capítulo, tarea que se realizará siguiendo fielmente la estructura en seis apartados, del Informe e ilustrándole con algunos cuadros extraídos de aquél.

INTRODUCCION

El capítulo IV comienza afirmando que el objetivo de la política monetaria fué, en 1.990, restringir el crecimiento de la cantidad de dinero y de la financiación recibida por el sector privado, a fin de contribuir de esta forma a la moderación del exceso de demanda interior, a la reducción de la inflación y a la contención del déficit por cuenta corriente.

Los objetivos establecidos fueron, pues, un crecimiento de ALP del 8%, con una banda de fluctuación de + 1,5%, y un crecimiento del crédito interno a empresas y familias del 10%. Pero inmediatamente el Banco reconoce que la consecución de tales objetivos requirió "el mantenimiento de las restricciones al crédito interno recibido por el sector privado y del depósito previo a los créditos exteriores", ya que de no haber sido así hubiera resultado imposible... "compatibilizar el grado de restricción monetaria requerido, con el cumplimiento de los compromisos cambiarios derivados de la participación de la peseta en el SME". Conviene mantener presente este reconocimiento para cuando, al final del comentario se examinen los grados de autonomía a disposición de nuestra política monetaria una vez se instaure la plena libertad de capitales y la peseta entre en la banda del 2,25%.

En todo caso el Banco de España se manifiesta razonablemente satisfecho del grado de cumplimiento de tales objetivos, ya que las desviaciones fueron de 1,8 y de 1,2 puntos porcentuales -tal y como puede observarse en el cuadro 1. Pero las dudas surgen cuando uno lee los párrafos del Informe dedicados a explicar las "perturbaciones" a que han estado sometidos los agregados monetarios y comprueba que las desviaciones experimentadas por magnitudes más amplias -y quizás por ello más significativas a efectos de las finalidades de control perseguidas- han sido más importantes. Ese es el caso de ALP más Pagarés de empresa, cuya tasa anual de crecimiento fué casi del 16%.

Se revela de esta forma la fragilidad de unos objetos monetarios, que precisan una ampliación continua, y se pone de manifiesto el perenne dilema entre capacidad de control y eficacia en el proceso de transmisión de los efectos de la política monetaria.

En todo caso, el Banco reconoce que los resultados conseguidos por la política monetaria en 1.990 son en buena medida fruto de los controles administrativos -límites al crecimiento del crédito y depósito previo a la financiación exterior-, al tiempo que singulariza en las Administraciones Públicas (AA.PP.) el factor más expansivo del crecimiento del crédito interno -14,2% frente a

8,8% y 11,2% en 1.989 y 1.988.

El Informe afirma que los tipos de interés se han mantenido a lo largo del año pasado en los niveles establecidos en Julio de 1.989. Ello se ha traducido en que la peseta se mantuviese como la divisa más fuerte del Sistema -con los consiguientes efectos antinflacionistas, si bien el Banco no hace aquí mención a ellos- al tiempo que provocaban una elevación de los tipos activos de las entidades bancarias. Ambos efectos favorecieron la transmisión de la orientación restrictiva de la política monetaria hacia los objetivos finales, a lo cual contribuyó la competencia por la captación de pasivo desencadenada entre las entidades bancarias y la política de emisiones del Tesoro. El resultado, se nos dice, ha sido la fijación de un "marco capaz de afectar a las decisiones de ahorro de las familias y de contener la tendencia fuertemente creciente al endeudamiento de las empresas".

En otras palabras, se nos anuncia una mejora en el ahorro de familias y empresas en el año 1.990 ¡Bienvenida sea! Pero habrá que estudiar detenidamente las causas del mismo y, en todo caso, esperar a la publicación de los resultados de la central de Balances del propio Banco, pues no sería la primera ocasión en que éstos ponen en tela de juicio afirmaciones realizadas anteriormente en el texto del Informe o en el Discurso del Gobernador.

La introducción concluye con una nota de cautela al advertir que la vuelta a los mecanismos indirectos de mercado en la instrumentación de la política monetaria exigirá, si se quiere cumplir los objetivos asignados a ésta en un contexto de integración -más bien debería hablarse de "convergencia" económica y monetaria, "una combinación adecuada de los instrumentos monetarios y fiscales de la política económica" ¡una y mil veces, Amén!.

EL TIPO DE CAMBIO

Como se indicó al comienzo de este comentario, la gran novedad en la estructuración de este capítulo IV del Informe reside en la pronta aparición en escena del tipo de cambio. El apartado es más bien breve y la verdad es que aquí lo importante se dice al principio y se confirma al final; la descripción intermedia puede saltársela el lector con prisas.

Dicho de otra forma; lo esencial es tanto el reconocimiento de que "el tipo de cambio ha condicionado, con menor o mayor intensidad, el desarrollo de la política monetaria española, limitando la posibilidad de instrumentar alzas de los tipos de interés en los mercados monetarios", como la afirmación, ya al final del apartado, según la cual "la posición extrema de la peseta frente a la divisa británica llevó a una disminución, concertada con el Banco de Inglaterra, del tipo de intervención del Banco de España..."

Lo que ambos párrafos significan es, lisa y llanamente, que asistimos a las postrimerías de las políticas monetarias nacionalmente autónomas. Como el propio Banco admite, esa política fué posible en 1.990 gracias a la existencia de regulaciones administrativas y aún así hubimos de ceder en los tipos de interés ante presiones foráneas -la inglesa en el caso mencionado por el Informe para mantener el tipo de cambio de la peseta dentro de los límites fijados en el S.M.E.

Es cierto que una serie de factores condicionantes ayudan a explicar la evolución de nuestro tipo de cambio en 1.990: un elevado diferencial descubierto de tipos de interés, el mantenimiento de la política económica anti-inflacionista, las perspectivas de rentabilidad de las empresas españolas, así como diversos acontecimientos internacionales -la inestabilidad bursátil en Tokio, el conflicto del Golfo o la entrada de la Libra esterlina en el SME-, pero lo auténticamente relevante se había dicho antes: el tipo de cambio ha pasado a ser la variable intermedia relevante.

LOS AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS

En el año 1.990 se volvió a producir un fenómeno frecuente en la historia más reciente de nuestra política monetaria: a saber, que la evolución efectiva del agregado monetario elegido, por el Banco de España desbordó los objetivos inicialmente fijados para él. Como puede comprobarse en el cuadro 2, durante el último lustro sólo en una ocasión -1.986- la evolución efectiva de ALP se encuadró en los límites inicialmente establecidos por el Banco de España.

El hecho se ha producido también el pasado año, en el cual la tasa del 11,3% desbordó las previsiones iniciales, que situaban el crecimiento anual de ALP entre el 6,5 y el 9,5%.

La reiteración de semejantes divergencias no ha alterado la confianza de los responsables de nuestra política monetaria en la fiabilidad de esta brújula, puesto que el apartado del capítulo ahora comentado comienza con una defensa a ultranza de la validez de ALP frente a objetivos más reducidos como M1, M2 o las disponibilidades líquidas. La defensa es comprensible pero los tiros quizás vayan errados ya que nadie cuestiona seriamente las ventajas de ALP frente a las tres "M"; la cuestión reside en sí para el seguimiento de los objetivos y la instrumentación de la política monetaria el objetivo constituido por ALP más pagarés no resulta más fiable a la vista de las perturbaciones que oscurecen el comportamiento de los agregados monetarios.

El Informe hace referencia a tres tipos diferentes de perturbaciones: la de origen fiscal, reflejada en el comportamiento de los pagarés forales; la derivada de la desintermediación originada por las restricciones crediticias y la expansión de los pagarés de empresa; por último, la resultante

del aumento de la competencia bancaria en la captación de pasivos. El resultado final fué que la magnitud ampliada antes indicada creció en 1.990 un 14% en tasas de fin de período y un 12,3% en tasas de crecimiento medio. Ahora bien, los Pagares Forales añadieron en torno a 1,6 puntos al crecimiento de ALP -un 11,3, recuérdese-, pero los pagarés de empresa minoraron en unos 4 puntos porcentuales el crecimiento interanual de ese agregado. El lector puede sacar sus propias consecuencias y efectuar sus pronósticos personales para 1.991, habida cuenta de la casi segura disminución del saldo de pagarés forales y de la contratación en el mercado de pagarés de empresas en un contexto posible de libre concesión de créditos bancarios.

El apartado sigue con una descripción de la evolución de los componentes de ALP que no ofrece mayor interés, salvo por señalar el desplazamiento hacia los depósitos a la vista operado entre las tres modalidades de depósitos en bancos y cajas.

De mayor sustancia es el examen de las contrapartidas de la oferta monetaria durante 1.990. Aquí el Informe subraya cuatro características básicas: el cumplimiento de las restricciones crediticias, la aceleración a lo largo del año de la liquidez generada por el endeudamiento del sector público, el cambio de signo de la aportación del Sector exterior a la liquidez interna y el crecimiento moderado de los pasivos no monetarios del sistema crediticio. Salvo de esta última acaso convenga decir algo respecto a las tres restantes.

Es cierto que se cumplieron las restricciones crediticias, lo cual muestra la perfecta sintonía de las entidades privadas de crédito con las recomendaciones del Banco emisor. Pero no lo es menos, como oportunamente indica el propio Informe, que conviene diferenciar entre crédito interno a empresas y familias y la financiación total recibida por el Sector privado vía crédito más pagarés. El primero de ambos agregados creció un 10,1, el segundo un 14,9% -vide cuadro 1.

A continuación el Banco nos ofrece una imagen gráfica de la evolución por finalidades del crédito concedido por Bancos y Cajas -grafico 1. En su opinión la financiación a las grandes empresas no ha debido encontrar mayores dificultades debido a la reconducción de su demanda hacia la emisión de pagarés. En las restantes empresas y las familias éstas han debido sufrir los efectos de la desviación hacia las primeras de los márgenes de crédito que las directrices administrativas dejaban disponibles y experimentando, a su vez, la financiación al consumo mayores dificultades que la destinada a la adquisición de vivienda.

No se encuentra en el capítulo IV un juicio respecto a los resultados globales del racionamiento de crédito establecido a primeros de julio de 1.989; si hay un reconocimiento explícito de que si bien "...la financiación total otorgada para actividades productivas -incluyendo pagarés de empresa-, ha experimentado una aceleración entre el primer trimestre de 1.989 y finales de

1.990. Con toda probabilidad, y como demuestra la fuerte caída de la inversión, este aumento no ha sido suficiente para satisfacer la creciente demanda de recursos por parte del conjunto de las empresas....". Esta afirmación debe ponerse en relación con el pronóstico, formulado en la "Introducción", relativo a la contención de la tendencia al endeudamiento de las empresas y esperar, como antes se indicó, la publicación de los datos de la Central de Balances para comprobar los efectos que ello ha tenido sobre la estructura financiera de nuestras empresas.

Las otras dos características que conviene recordar en este análisis de contrapartidas efectuado por el Banco de España es la tendencia a la aceleración en el crédito interno a las AA.PP. registrado a partir del segundo trimestre de 1.990 -véase el cuadro 1- y que ha convertido a dicho fenómeno en, según el Banco, "...la fuente más expansiva de la liquidez interna...". Por contraposición, el sector exterior fué en 1.990 un factor global de destrucción neta de liquidez interna.

LA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA

Durante 1.990 la instrumentación de la política monetaria ha seguido en posición de "piloto automático", como el propio Informe reconoce en su capítulo IV. Es decir, se ha mantenido tanto el diseño con el que se abordó la entrada en el SME como el grado de restricción en los instrumentos aplicados, ya fuesen éstos de mercado, los tipos de interés a corto, o administrativos, las restricciones de crédito. La razón ofrecida es bien sencilla: el Banco se mantuvo "...a la espera de que el proceso de transmisión de sus efectos se completara, una vez que la trayectoria de crecimiento acelerado del gasto había sido quebrada".

Esa instrumentación, se nos dice, ha seguido siendo fiel al esquema tradicional en el cual los agregados monetarios y el tipo de cambio constituyen las variables intermedias mientras que los tipos de intervención del Banco de España operan como variables instrumentales o de control. Es de suma importancia hacer notar que por vez primera el Banco incluye el tipo de cambio como variable intermedia -en el Informe del año pasado sólo había reconocido que "...la política cambiaria....se convierte en una restricción explícita, que condiciona la política monetaria en varios aspectos...." Sobre este punto se volverá más adelante.

Esa instrumentación se ha visto, en principio, apoyada por la reforma del coeficiente de caja. Esta, amén cuidar los intereses del Tesoro a coste de los de Bancos y Cajas, ha facilitado un activo idóneo para la regulación de la liquidez a través de operaciones de mercado abierto a cambio de reducir las posibilidades que las tesorerías de las entidades tenían para compensar decenalmente sus necesidades de activos de caja. Ello ha originado, simultáneamente, una mayor dependencia de aquéllas respecto a la actuación del Banco al tiempo que ha acrecentado sus incertidumbres en cuanto a la posibilidad de renovar diariamente los préstamos subastados por el Banco de España.

Ambos efectos quizás han facilitado la vida a nuestro Banco emisor, pero es más que probable que ello ha sido a costa de aumentar la variabilidad de las expectativas dominantes en el mercado, incluso en el caso de que, como ocurrió en 1.990 pero no en los primeros meses del presente año, Tesoro y Banco actúen coordinadamente.

Curándose en salud, el Informe argumenta que esas fueron precisamente, las razones de la sustitución de la subasta diaria por una decenal, complementada por el ajuste de la liquidez gracias a operaciones diarias de mercado abierto con certificados del propio Banco o con Deuda. Quizás sea así, pero la explicación parece un poco especiosa habida cuenta que la necesidad de un suministro más regular de liquidez existía bastante antes de la reforma del coeficiente de caja -ésta sólo subrayó su urgencia-.

La sospecha que no pocos agentes del mercado mantienen es que la reforma se demoró a fin de introducirla en el momento propicio para reforzar la dependencia de las entidades respecto a la oferta de liquidez por parte del Banco.

Esa lógica de forzar la dependencia del mercado se ha puesto de manifiesto durante el primer trimestre de 1.991, cuando la evolución de la peseta en el SME, la política internacional de reducción de tipos y la actuación del Tesoro hicieron apostar al mercado por una reducción de los tipos de intervención del Banco de España. Esta sólo se materializó el 15 de Marzo y cuando las presiones externas fueron insostenibles.

En esa fecha se rompió un nexo de unión entre el mercado y el Banco que en el pasado había sido muy importante para una instrumentación flexible de la política monetaria.

LOS MERCADOS DE VALORES

A la hora de enjuiciar la marcha de los mercados de valores el Banco señala dos factores determinantes: el mantenimiento de las restricciones administrativas al crecimiento del crédito al sector privado y del depósito previo a los préstamos exteriores, así como la moderación en el ritmo de avance de los beneficios empresariales, con la consiguiente caída en la autofinanciación. ¡Recuérdese que al comienzo del capítulo se afirmó la contención en el crecimiento al endeudamiento de las empresas, con lo cual la evolución de la formación bruta de capital ha debido residir la clave del comportamiento de nuestras empresas!.

El Informe deduce la conclusión de que los mercados han actuado expansivamente; analicemos esa afirmación a la luz de las cifras recogidas en el cuadro 3. Para ello nos referiremos primero a la oferta de valores -las emisiones- tanto de renta fija como variable -para analizar después su demanda- las colocaciones. De este esquema tan clásico exceptuaremos al Tesoro Público, cuyo comportamiento a lo largo del año pasado ha sido muy sencillo y al que se dedicarán los comentarios finales.

Como puede observarse han sido las emisiones de renta fija, y de forma muy especial las de pagarés de empresa, las causantes del espectacular incremento de los mercados de valores. Ya se señaló anteriormente que la emisión de pagarés ha constituido el canal sustitutorio mediante el cual las empresas han eludido los efectos de las restricciones de crédito. Las cifras no precisan ulterior comentario: de 191 m.m. en 1.989 se ha pasado a casi 1.650 m.m. en 1.991. Las emisiones de otros valores de renta fija aún creciendo más de un 50% en el último año no llegan en términos absolutos ni siquiera a los niveles de pagarés de empresa emitidos en 1.989. Ciertamente que en su composición se observan cambios notables, pero ello es debido, al menos en parte, a consideraciones fiscales, que explican la reducción, en 127 m.m., de los títulos emitidos por las compañías eléctricas y

el incremento, en 43 m.m. de los ofertados por las empresas concesionarias de autopistas.

En general puede suscribirse totalmente la opinión expuesta por el Informe en el sentido de que el mantenimiento de tipos altos y las posteriores expectativas de descenso disuadieron a los emisores de cualquier intento de emitir a largo plazo. Por lo que hace a las emisiones de renta variable, éstas crecieron a un ritmo mucho más sosegado que las de renta fija. De hecho un 15% si nos referimos a la cantidad total y un 12% en el caso de las emisiones cotizadas que supusieron aportación de nuevos fondos.

Si nos encaramos ahora con el comportamiento de la demanda y de acuerdo con el Informe, se habría producido en 1.990 un descenso en las carteras de las instituciones bancarias en renta fija privada a medio y largo plazo emitidas por empresas no financieras en respuesta a las restricciones crediticias. Ese descenso se vió acompañado por el observado entre los no residentes -motivado por la escasa liquidez del mercado secundario y la competencia ejercida por los valores públicos-, así como el registrado en las familias. Unicamente las entidades aseguradoras habrían actuado como adquirentes decididas de esta clase de valores. En cuanto a las acciones, la contracción de la demanda por parte de familias y empresas no financieras se vió compensada con la mayor demanda de las entidades crediticias, las empresas aseguradoras y las compras de no residentes.

La fuerte caída de las cotizaciones bursátiles -nada menos que en un 25% la más pronunciada desde 1.977 es también objeto de examen para el Informe, tanto más cuanto fué acompañada de un descenso del 8,5% en la contratación -que llegó a ser del 12% en acciones. En opinión del Banco varios factores explican tan desfavorable comportamiento: los altos tipos de interés, el descenso registrado en otros mercados internacionales, la incertidumbre creada por la crisis del Golfo Pérsico y la competencia de pasivos remunerados y de la deuda pública son algunos de ellos. Se hecha en falta, no obstante, un estudio más detallado de las carencias de nuestros mercados bursátiles que nos ilustre sobre el por qué de su excesiva volatilidad y respecto a las razones que explican la situación de una bolsa barata en la cual nadie está dispuesto a comprar salvo cuando compran todos.

El comportamiento del gran emisor que es el Tesoro y los avatares de la demanda de los títulos públicos merecen especial atención en este apartado del capítulo IV del Informe

El Tesoro incrementó en 1.990 sus emisiones netas en un 31%, pero esa evolución tuvo tres perfiles muy diferentes. De Enero a Abril las emisiones netas de deuda a medio y largo plazo fueron negativas, situación que cambió en el período Mayo-Agosto. En efecto, las expectativas de descenso en los tipos de interés acentuó la demanda de no residentes propiciando de esta forma las fuertes emisiones de bonos y obligaciones del Estado registradas en esos meses. La crisis del Golfo supuso un parón en el ritmo de

emisiones públicas, del que se salió relativamente pronto al retomar la confianza al mercado, lo cual permitió volver a una cadencia elevada de emisiones de letras, en primer lugar, y de bonos después.

Dos rasgos destacan a la hora de examinar la estructura de colocación de esas emisiones ante todo el aumento observado en la Cartera de las entidades crediticias especialmente de títulos a medio y largo plazo, casi 1.200 m.m., explicado por la esperanza de obtener importantes plusvalías si se materializaban las expectativas de descenso en los tipos de interés. Dicho sea de paso, más de una entidad ha debido sufrir los costes derivados de la financiación de esas carteras a la vista del retraso producido en el descenso de los tipos.

Los no residentes también aumentaron su demanda de Deuda, especialmente de bonos y obligaciones del Estado en la última parte del año. El resultado ha sido un aumento de los saldos de Deuda en poder de no residentes del 6,9% al 11,1 de la deuda en circulación, saldos que se han acrecentado durante los primeros meses de 1.991 al suprimirse el gravamen impositivo de los rendimientos de dichas carteras. Nada dice el Informe al respecto, pero al tiempo que es posible felicitarse por esa diversificación en las tenencias de nuestros títulos públicos, no cabe ocultar el temor respecto a un hipotético futuro caracterizado por expectativas desfavorables en cuanto al tipo de cambio de la peseta, tanto más cuanto existen rentabilidades diferentes para el mismo valor según cual sea la residencia del tenedor.

Una nota a pié de página. A pesar de todos sus esfuerzos la vida media de las Deudas a medio y largo plazo del Tesoro pasaron de 2,5 años a finales de 1.989 a 2,18 años al concluir 1.990; alargándose ligeramente la de las letras -de 0,45 a 0,47 años-. Por suerte, la tendencia parece corregirse, según los datos publicados por el propio Banco en su Boletín Estadístico, en los primeros meses del año en curso.

LA ACTIVIDAD DEL SISTEMA BANCARIO

El capítulo que se está comentando contiene en su apartado 6 una breve pero muy interesante reflexión a propósito de la evolución del sistema bancario.

Las páginas a esta cuestión dedicadas comienzan con unas líneas que no tienen desperdicio. Al tiempo que se producía un incremento en la competencia entre las entidades bancarias por la captación de recursos, instrumentada mediante la promoción de cuentas de alta remuneración y favorecida por la reforma del coeficiente de caja, los mercados de crédito vieron reducirse su actividad por mor de las restricciones crediticias acentuadas en 1.990 al recortarse al 10% el límite del 13% establecido para el segundo semestre de 1.989 ;todo ello, nos dice el Banco en un contexto económico general de desaceleración de la actividad, lo

cual provocó un aumento de la morosidad y un deterioro en la calidad de la cartera, con la previsible consecuencia de unas mayores necesidades de dotación en los fondos de insolvencia y, por ende, una disminución de la rentabilidad de Bancos y Cajas. Dando un salto en el "guión", esa afirmación se contrasta al examinar el cuadro 5, donde se observa un descenso en el benéfico contable tanto de bancos -un 0,03%- como de Cajas- un 0,14% del total balance. A ambos resultados han llegado dichas instituciones por vías en gran parte diferentes.

Los bancos fueron protagonistas activos en la competencia por la captación de pasivos, ofreciendo una amplia gama de productos de elevada remuneración. Esto se tradujo, como bien pone de relieve el cuadro 4, en un notable aumento de saldos en cuentas corrientes a costa de otras modalidades de pasivo. Es relevante, sin embargo, observar que en el agregado más amplio -"acreedores en pesetas no bancarios"- la ganancia conjunta de cuota obtenida por la Banca fué pequeña.

Desde luego no puede negarse que algunas entidades bancarias ganaron cuota de mercado a costa de otras pero el resultado de la "guerra de pasivo" no ha sido una expansión rápida del balance de los bancos -que creció un 9,7 por un 11,5% del de las Cajas- sino una importante subida del coste medio de sus depósitos en pesetas -1,39 puntos porcentuales. Dicho incremento fué debido al llamado "efecto contaminación"-, que produjo el que las cuentas corrientes remuneradas pasaran del 46 al 66 del total de 1.989 a 1.990, a lo cual ha de añadirse el incremento generalizado de remuneración de todos los instrumentos de captación de pasivo.

Si volvemos ahora al cuadro 5, se destaca en él la ligera reducción en el margen financiero. La aparente paradoja se aclara fundamentalmente por tres motivos:

- El aumento del tipo medio de la inversión crediticia en ptas., que el Banco de España reconoce se vió favorecida por las restricciones administrativas impuestas por él. Aún así, el margen operacional préstamo-depósito descendió en 0,21 puntos, frente a la subida de 0,34 puntos en 1.989.
- La reducción de los coeficientes de caja y de inversión, que permitió recortar la dependencia del mercado interbancario. El Informe no cuantifica este hecho.
- El aumento de la financiación en moneda extranjera, era más barata que el recurso al mercado doméstico. Tampoco se ofrece cuantificación alguna.

El resultado final fué, tal u como antes se indicó, una caída en el margen financiera de tan sólo 0,05 puntos.

¿Qué sucedió en el caso de las Cajas de Ahorro?. La tesis mantenida en el Informe es que entraron en la competencia por la captación de pasivo en menor medida que la Banca, eligiendo la

cesión de Deuda como camino para contrarrestar la competencia de la Banca -aún cuando no pueda descartar en esa política la incorporación de saldos antes materializados en operaciones de seguro de prima única. La consecuencia fué un crecimiento de sus depósitos menor que el de la Banca y una pérdida de cuota de mercado y, también, un menor incremento en los costes de pasivo -0,6 puntos-, si bien no pudieron evitar ni el "efecto contaminación" ni el aumento general en los tipos de todos los instrumentos de captación de recursos.

El margen financiero de las Cajas, según los datos del Informe empeoró más que el de los Bancos -exactamente en 0,19 puntos-.
¿Causas?

- Mayor importancia de los depósitos de clientes como medio de financiación en las Cajas.
- Menor capacidad, según el Banco de España, de contrarrestar la subida de tipos pasivos con incrementos de los de activo -probablemente por la existencia en balance de un mayor volumen de préstamos a tipo fijo y a plazos largos.
- Incremento de las cesiones temporales, con menor margen que las operaciones préstamo-depósito, a un abanico creciente de clientela.

Ese análisis, por separado, del comportamiento de los primeros escalones de la cuenta de resultados de Bancos y Cajas confluye en el examen del beneficio final, en cuyos determinantes intermedios se observan igualmente rasgos diferenciales entre ambos grupos de instituciones.

El Informe señala la modestia de los ingresos obtenidos por cobro de comisiones por prestación de servicios a la clientela tanto en bancos como en cajas, si bien los primeros muestran un aumento de 53 m.m. en comisiones por otros conceptos relacionados con las operaciones de intermediación de pagarés.

Los gastos de explotación de los Bancos se han incrementado por las masivas campañas de publicidad, pero hay unas menores dotaciones netas a fondos especiales, lo cual es un rasgo a destacar habida cuenta del aumento, por vez primera en varios años, de los porcentajes de morosidad y saldos vencidos -que pasaron del 4,5% al 5,3% del total de la inversión entre el cuarto trimestre de 1.989 y el cuarto de 1.990.

En las Cajas de Ahorros no se advierte, en opinión del Banco, ni el aumento en los costes de explotación en relación al total balance -de hecho hay una mejora de 0,25 puntos porcentuales- ni la reducción en las dotaciones a fondos especiales que aumentan tanto en términos absolutos como en porcentaje del total balance. Si se observa, por contra, una reducción en los beneficios en operaciones de valores; reducciones compensadas por las menores dotaciones a fondos de pensiones. Por su lado,, el saldo de

vencidos y morosos aumentó un 0,5% de la inversión total en el año 1.990.

Resulta curioso leer las últimas líneas de este capítulo del Informe. El Banco, quizás curándose en salud, advierte respecto a los efectos que podría originar un aumento de la competencia por el activo una vez desaparecidas las restricciones crediticias. Parece como si reconociera que toda salida de un período de controles administrativos es forzosamente mala. Pero a la curiosidad se une la extrañeza de comprobar cómo se confía en el aumento en la morosidad como remedio a posibles alegrías en la expansión del crédito. ¡Duro oficio éste el de Bancos y Cajas!, tendrían que seguir el consejo de Shakespeare: "Neither a borrower, nor a lender be!".

A MODO DE CONSIDERACIONES FINALES

Si la lectura del Informe Anual resulta conveniente para todos aquellos que estén interesados en conocer la evolución de la economía española, la de su capítulo IV es obligatoria para quienes, de una u otra forma, se relacionan con el sistema bancario y los mercados financieros. Esa lectura, por otra parte, conviene hacerla teniendo en cuenta que la redacción del Informe es, inevitablemente, una redacción pautaada de forma y manera que resulta conveniente descodificar lo que en él se dice y también aquello que se calla.

Por eso, estas últimas líneas del comentario intentarán poner de manifiesto precisamente eso: lo que se revela en el capítulo y lo que se ha silenciado, de forma más o menos discreta, con la complicitad del lector.

¿Qué nos dice el Informe correspondiente a 1.990 respecto a la política monetaria y los mercados financieros?. Fundamentalmente cinco puntos:

- La extrema importancia que la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del S.M.E. ha tenido para la política monetaria, al obligar a incluir el tipo de cambio entre las variables intermedias -junto con la cantidad de dinero.
- El reconocimiento del dilema, por otra parte ya admitido por los responsables del Banco, entre capacidad de control y eficacia en el proceso de transmisión de la política monetaria. El amplio uso hecho de los Pagarés ha obligado al Banco emisor a seguir la marcha del agregado amplio ALP más pagarés de empresa, y aquí sí que puede afirmarse que el carácter restrictivo presuntamente logrado en 1.990 por la política monetaria resulta dudoso.
- El reconocimiento de la importancia de la faceta emisora del Tesoro es obligado, como lo es el felicitarse por la coordinación entre él y el Banco mantenida a lo largo del

año pasado. Lo cual no empece la preocupación ante posibles episodios de falta de entendimiento entre ambos organismos.

- Nuestros mercados financieros siguen dando muestras, año tras año, de su flexibilidad y sofisticación. En 1.990 los pagarés de empresa han sido el activo más dinámico, aunque su rapidísimo crecimiento haya servido para paliar los rigores de unos controles administrativos a los cuales parecía que el Banco de España había renunciado lustros atrás.
- La lucha de los pasivos de alta remuneración entre los grandes bancos acaso haya servido para hacer ganar cuota de mercado a alguno de ellos, pero a penas ha incrementado la del sector en general. Eso sí, lo que ha hecho es reducir su margen financiero y si esa reducción ha sido menor que la esperada ello se debió a circunstancias difícilmente repetibles. Aquella competencia fué menor en las Cajas de Ahorros y, por ende, el incremento en los costes de pasivo resultó más reducido. Pero las Cajas no sólo perdieron cuota de mercado sino que, arrastradas por una capacidad de reacción en el lado del activo del balance así como por otras circunstancias propias, acabaron mostrando un descenso más acusado que los bancos en su beneficio contable.

Pasemos ahora, para concluir, a intentar aclarar lo más significativo entre lo que el Banco de España no dice en el capítulo IV de su Informe de este año:

- No acaba de ponerse explícitamente de manifiesto la pérdida de autonomía y la considerable reducción de grados de libertad en el manejo de los tipos de interés a corto plazo que la pertenencia al SME supone -incluso gozando de la "banda ancha". Ello es tanto más de lamentar cuanto que las dificultades se ampliarán con la implantación de la total libertad de movimientos de capitales, como el propio Banco reconocía en su Informe del año pasado -vide pp. 113 a 119 especialmente.
- Ello implica la acuciante necesidad de que otros instrumentos de política económica tomen el relevo de la política monetaria, lo cual apunta, ante todo, a la política fiscal. Por desgracia, y el Informe lo repite hasta la saciedad, esto parece imposible habida cuenta que aquella, pase lo que pase, sigue anclada en un rumbo expansivo imposible de variar.
- El capítulo IV no realiza un estudio digno de tal nombre a propósito de los efectos del "racionamiento de crédito". Se muestra en líneas generales satisfecho del cumplimiento de los objetivos cuantitativos y ofrece algunos comentarios a propósito de la evolución sectorial del crédito concedido por bancos y cajas. Pero, precisamente, esas impresiones refuerzan la sospecha de que las medidas administrativas

han originado efectos de asignación que pueden no haber sido los más adecuados para la evolución de nuestra economía- sobre todo por cuanto la inversión parece haber sido el componente de la demanda más afectada.

- Durante 1.990 el Tesoro no ha conseguido alargar la vida media de su deuda a medio y largo plazo-vida que a duras penas supera los dos años. Si se ha registrado un espectacular incremento de los saldos de nuestros títulos públicos en poder de no residentes, y si bién cabe felicitarse de ello -por lo que supone de diversificación en la gama de demandantes de estos valores- no cabe ocultar una cierta preocupación ante sus posibles reacciones en contextos de expectativas desfavorables del tipo de cambio de la peseta o alguna inesperada crisis bursátil. A ello cabe añadir las distorsiones derivadas de dos rentabilidades para la misma deuda según el lugar de residencia, introducidas por las recientes exenciones a la retención concedidas a los no residentes.

Agregados monetarios y crediticios

	Crecimiento acumulado anual y tasas intertrimestrales acumuladas						%
	Dic 88/ Dic 89	Dic 89/ Dic 90	1 9 9 0				
			ITR	II TR	III TR	IV TR	
<u>ALP</u>	<u>11,3</u>	<u>11,3</u>	<u>2,9</u>	<u>18,4</u>	<u>7,8</u>	<u>13,7</u>	
<u>ALP + pagarés de empresa</u>	<u>11,7</u>	<u>15,6</u>	<u>7,5</u>	<u>23,9</u>	<u>11,3</u>	<u>17,0</u>	
CREDITO INTERNO TOTAL	15,8	11,2	6,1	16,3	13,2	9,5	
Administraciones Públicas	11,4	14,1	0,0	21,9	17,1 (a)	17,8 (a)	
Empresas y familias	17,6	10,1	8,5	14,2	11,9	6,3	
Empresas y familias + pagarés de empresa	18,2	14,9	15,0	19,7	15,6	9,9	

Fuente: Banco de España.

(a) Estas tasas incorporan una corrección del crédito interno en los meses de septiembre y octubre, correspondiente al ingreso de una partida de impuestos por valor de 562 m.m. el día 2 de octubre, que habitualmente tiene lugar a finales de septiembre.

Cuadro 2

LA EVOLUCION DE ALP

(tasas de variación fin de período
sobre series desestacionalizadas)

	<u>1.986</u>	<u>1.987</u>	<u>1.988</u>	<u>1.989</u>	<u>1.990</u>
OBJETIVOS	9,5-12,5	6,5-9,5	8-11	6,5-9,5	6,5-9,5
EVOLUCION EFECTIVA	11,9	14,7	12,2	11,3	11,3

Fuente: Banco de España

MERCADO DE VALORES PRIVADOS

	m.m.				
	1989	1990	ENE-ABR 90	MAY-AGO 90	SEP-DIC 90
I. EMISION NETA DE PAGARES DE EMPRESA	<u>191</u>	<u>1.648</u>	<u>615</u>	<u>571</u>	<u>461</u>
Principales emisores	112	163	124	27	12
Otros emisores	79	1.484	491	545	449
II. EMISIONES NETAS DE OTROS VALORES PRIVADOS DE RENTA FIJA	<u>111</u>	<u>171</u>	<u>-7</u>	<u>91</u>	<u>87</u>
Empresas no financieras	-129	-15	-62	15	32
Eléctricas	(-30)	(-157)	(-47)	(-70)	(-40)
Autopistas	(-9)	(44)	(-2)	(29)	(17)
Telefónica	(-7)	(70)	(7)	(34)	(30)
Resto	(-84)	(28)	(-19)	(23)	(25)
No residentes	240	186	55	76	55
III. EMISIONES DE VALORES PRIVADOS DE RENTA VARIABLE	<u>232</u>	<u>267</u>	<u>18</u>	<u>101</u>	<u>147</u>
con aportación de fondos	199	243	13	91	138
cotizadas	(102)	(114)	(4)	(29)	(81)
no cotizadas	(97)	(129)	(9)	(62)	(58)
sin aportación de fondos	33	24	5	10	9
IV. MERCADO SECUNDARIO: NEGOCIACION BOLSAS DE VALORES	<u>4.942</u>	<u>4.523</u>	<u>1.466</u>	<u>1.770</u>	<u>1.288</u>
Obligaciones	264	390	102	141	148
Acciones	4.678	4.134	1.365	1.629	1.140
PRO-MEMORIA					
EVOLUCION DE LA BOLSA DE MADRID					
Indice General	297	223	272	258	223
Relación precio-beneficio (a)	15	10	12	12	10

Nota:

(a) Calculado como cociente entre cotización en pesetas y beneficio por acción en pesetas.

Fuente: Banco de España

ESTRUCTURA. POR INSTRUMENTOS DE LA FINANCIACION

(% SOBRE TOTAL BALANCE)

	<u>B A N C O S</u>		<u>C A J A S</u>	
	<u>IV TR 89</u>	<u>IV TR 90</u>	<u>IV TR 89</u>	<u>IV TR 90</u>
DEPOSITOS SECTOR PRI- VADO	36,3	37,4	64,7	63,1
-Cuentas corrientes	13,4	17,0	9,6	10,2
-Cuentas de ahorro	6,4	5,9	24,6	23,2
-Cuentas a plazo *	16,5	14,6	30,5	29,6
CESION TEMPORAL ACTIVOS	11,7	11,1	12,7	13,6
TRANSFERENCIA ACTIVOS	0,8	0,5	0,3	0,2
ACREEDORES POR OPERACIO- NES DE SEGUROS	-	-	6,4	3,1
TOTAL BALANCE EN M.M.**	35.423	38.871	19.607	21.855

* Incluye las participaciones en activos

** Deducidas las cesiones temporales que se han restado también del epígrafe correspondiente al activo.

Fuente: Banco de España

Cuadro N.º 6

EVOLUCION DE LA CUENTA DE RESULTADOS

	BANCOS				CAJAS			
	1989		1990		1989		1990	
	Importe en m.m.	%s/total balance	Importe en m.m.	%s/total balance	Importe en m.m.	%s/total balance	Importe en m.m.	%s/total balance
1 Productos financieros	4.227	11,25	5.058	12,23	2.160	10,40	2.586	10,96
2 Costes financieros	-2.691	-7,16	-3.390	-8,20	-1.220	-5,88	-1.562	-6,62
3 Margen financiero	1.535	4,08	1.668	4,03	939	4,52	1.023	4,33
4 Otros productos-otros costes	265	0,70	306	0,74	47	0,22	62	0,26
5 Margen ordinario	1.800	4,79	1.974	4,77	987	4,75	1.085	4,60
6 Gastos de explotación (1)	-1.095	-2,91	-1.243	-3,00	-736	-3,54	-778	-3,29
7 Margen de explotación	705	1,88	730	1,77	250	1,21	307	1,30
8 Dotaciones netas a fondos especiales	-220	-0,58	-201	-0,48	-102	-0,49	-123	-0,52
9 Resultados atípicos	95	0,25	98	0,23	79	0,38	43	0,19
10 Beneficio contable	579	1,54	627	1,51	226	1,09	226	0,95
PRO MEMORIA (2)								
Tipo medio de la inversión crediticia en pesetas	15,54		16,72		13,76		14,30	
Coste medio de los depósitos en pesetas	6,39		7,78		5,90		6,50	
De los que:								
- Cuentas corrientes	3,40		6,30		2,55		3,87	
- Cuentas de ahorro	2,42		3,12		2,10		2,19	
- Cuentas a plazo	9,34		10,39		9,05		10,01	
Cesión temporal de activos	9,64		10,85		11,18		12,11	

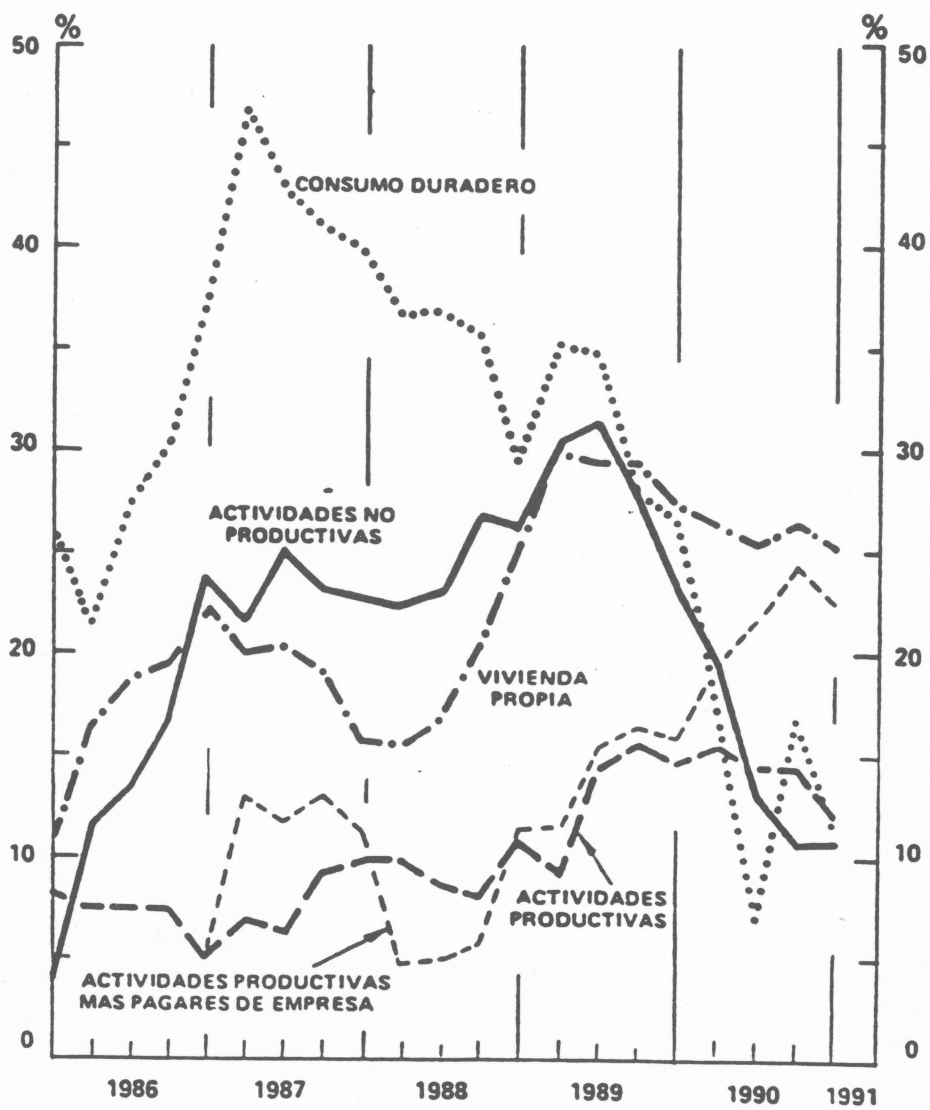
(1) Incluye dotaciones netas al fondo de pensiones.

(2) Calculado dividiendo el saldo de la cuenta de resultados por el saldo medio anual del epígrafe correspondiente.

FUENTE: BANCO DE ESPAÑA

Gráfico 1

CREDITO POR FINALIDADES. BANCOS Y CAJAS
Tasas interanuales



Fuente: Banco de España.