

LOS CIRCUITOS PRIVILEGIADOS DEL SISTEMA CREDITICIO

El estudio de los circuitos privilegiados de financiación se realiza por **Raimundo Poveda** en el siguiente trabajo. Su punto de partida lo constituye la constatación de su notable incremento en los años que siguen a la reforma financiera de 1962, años en los que llegaron a afectar al 45 por 100 de los recursos canalizados por el sistema crediticio. A fines de la década de los sesenta, sin embargo, se produce una reacción contra ellos, basada en los criterios de mercado, y apoyada por errores e insuficiencias de la política oficial de intervención financiera. Como consecuencia los circuitos privilegiados inician un claro retroceso, por lo que respecta a las entidades de depósito privadas, parcialmente compensado por la intensificación de la actividad de la banca pública. No obstante ese retroceso, en la actualidad el proceso de liberalización en esta materia está aún bastante lejos de alcanzar sus objetivos.

EVOLUCION CUANTITATIVA

INTRODUCCION

LOS coeficientes de inversión, el crédito de los bancos oficiales, el redescuento especial y otras medidas financieras públicas determinan en las dos últimas décadas el destino final de entre un 35 y 45 por 100 de los recursos canalizados por el sistema crediticio español. En un mercado libre, una proporción considerable de esos fondos posiblemente hubiera tenido un destino semejante al que ahora tiene. Ello no resta importancia al tema de los *circuitos privilegiados*. En primer lugar, porque precisamente son las operaciones marginales, que sólo se han efectuado gracias a

aquéllos, las que resultan más controvertidas en un análisis económico de la asignación de recursos. Y en segundo lugar, porque al hacerse, esas y las otras, a tipos y condiciones privilegiadas, implican una transferencia de renta entre sectores económicos. Seguramente no entre el sector crediticio y los sectores privilegiados, pues aquél logra trasladar buena parte del impacto, vía tipos activos y pasivos libres, al resto de su clientela. Por dar un orden de magnitud a esas transferencias, y sin entrar aquí en las cifras a fondo, los aproximadamente cuatro billones de pesetas canalizados por los circuitos privilegiados a fines de 1979 llevan anejas transferencias de renta de doscientos mil millones de pesetas (1), sea de otros prestatarios de las entidades, que han de pagar intereses más elevados, sea, sobre

todo, de los ahorradores, que ven sus recursos peor remunerados. De esas transferencias no se suele hablar, pues son implícitas, pero evidentemente constituyen un buen tema de reflexión económica y política, no menos grave que el de los criterios con que se establecen los circuitos privilegiados.

El propósito de este artículo no es tan ambicioso. Se propone simplemente cuantificar la evolución del peso absoluto de los circuitos y su participación relativa en los recursos canalizados por las entidades de crédito durante un período reciente, y estudiar los instrumentos con los que la autoridad ha forzado esa evolución. No se analizará su composición sectorial detallada, salvo para mostrar desplazamientos de los circuitos entre grupos de entidades, ni tampoco su gravosidad para la economía en su conjunto, o para las diferentes entidades, gravosidad esta última que, obviamente, depende simultáneamente de la magnitud de los coeficientes, y de la diferencia de rentabilidad entre los activos libres y los activos privilegiados. Sólo nos referiremos, por otro lado, a los circuitos privilegiados de naturaleza sectorial, esto es, los que tratan de la asignación de fondos entre sectores de actividad, sin entrar en aquellos cuyo objeto es modificar el plazo o forma de las financiaciones. Asimismo, nos constreñiremos a los circuitos de cuyos privilegios se benefician usuarios finales de la financiación, no intermediarios financieros, para evitar dobles contabilizaciones de algunos flujos. Con esas limitaciones previas, la información aportada aquí es un dato necesario pero no suficiente para emitir una valoración sobre la política de circuitos privilegiados.

Tomemos como punto de partida 1962, año de la Ley de Bases del Crédito y la Banca, cuyo desarrollo traerá consigo un fuerte impulso de los circuitos privilegiados. En el período 1962-79 los instrumentos financieros de actuación del Gobierno en materia de intervención sectorial son el crédito, o financiación, por el Banco de España; el crédito oficial; el redescuento especial, automático, en el Banco de España; el coeficiente de fondos públicos de la banca privada; el coeficiente de inversión de la banca privada (que sustituye a los dos instrumentos anteriores en 1971); y los coeficientes de fondos públicos y de préstamos de regulación especial de las Cajas de Ahorro. Durante ese período un coeficiente de fondos públicos impuesto a las cooperativas de crédito tiene poca importancia cuantitativa a nivel general, y no va a ser tenido en consideración.

Como medida de la financiación sectorial del Banco de España se toma su crédito neto al sector público (Tesoro y organismos autónomos), excluida la banca oficial para evitar otra doble contabilización, y su cartera de fondos públicos. Esa definición requiere algún comentario. Por una parte, prescinde de la actuación del Banco vía adquisición o venta de valores privados. Dejando aparte la falta de datos publicados (2), esa exclusión se fundamenta en que las intervenciones del Banco realizadas en un par de momentos en la década de los setenta en valores privados de renta variable no parece que tuvieran como objetivo la financiación de determinados sectores; su objetivo fundamental, por supuesto frustrado, era más bien controlar, u ordenar, la evolu-

ción general de la bolsa; aunque luego, inevitablemente, ese apoyo se decantara a favor de sectores bastante concretos, dada la corta gama de valores elegibles para esa acción de control.

Por otra parte la definición incluye la actuación del Banco como tesorero del Estado. Evidentemente es éste un canal de financiación privilegiado, por los tipos (o no tipos) practicados, y por la disponibilidad de los fondos. Al mismo tiempo, esa actuación es *esencialmente* transitoria, incluso si es duradera: no deriva de una política deliberada del Gobierno para reordenar sistemáticamente la asignación de los fondos del sistema crediticio, sino de circunstancias presupuestarias pasajeras (la eficacia inicial y el posterior agotamiento de las sucesivas reformas fiscales, las variaciones en la correlación de fuerzas entre los ministerios u organismos gastadores y el Ministerio de Hacienda, la evolución de los requerimientos de la coyuntura económica) cuyo resultado, habida cuenta de la falta de alternativas financieras, es el recurso al Banco de España. Es decir, no hay un nivel normal de endeudamiento del Tesoro con su banco central; se alcance o no, el objetivo ideal transcíclico de las cuentas públicas es el equilibrio de ingresos y pagos, y por tanto financiero (3).

De la cartera de fondos públicos del Banco de España no puede decirse lo mismo que de la de valores privados: aunque no se ha formado para atender directamente a la financiación del sector, sino por operaciones secundarias con entidades de crédito, esas operaciones se relacionan muy directamente con la evolución de los coeficientes

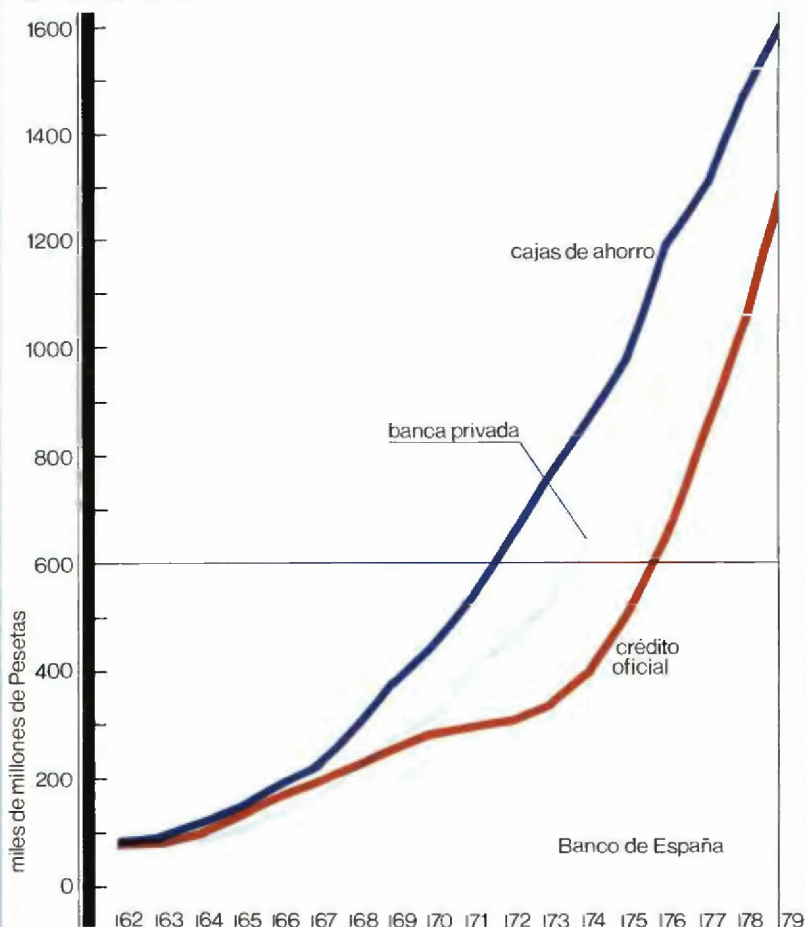
de estas entidades, como luego se verá con detalle. Por tanto esa cartera debe necesariamente conectarse con los circuitos privilegiados. En todo caso el propio Banco de España incluye prácticamente los mismos conceptos que nosotros en su definición de su propia participación en los circuitos (4).

La contribución del crédito oficial a los circuitos privilegiados puede medirse de varias formas. Lo dispuesto en créditos directamente concedidos por los bancos oficiales (5) no plantea dudas. En cambio puede discutirse la atribución de los créditos financiados por esas entidades, pero concedidos y administrados, en general con asunción directa del riesgo, por bancos privados, el Banco Exterior, las Cajas de Ahorro o las cooperativas de crédito. Se opta aquí sin excesiva convicción (la única convicción se refiere a lo académico que sería detenerse demasiado en el asunto) por asignar esas operaciones al activo del crédito oficial, que las alienta y promueve: por supuesto las otras entidades, aunque sólo fuera por el eterno deseo de cualquier ente financiero de hinchar sus cuentas, también suelen incluirlas en su balance patrimonial (6). Por otra parte, hay que eliminar la ya aludida doble contabilización que puede implicar la financiación mayoritaria del crédito oficial mediante coeficientes obligatorios u otros medios de favor en el propio sistema crediticio. La duda entre restar esa financiación de los activos del crédito oficial o de los activos de las entidades financiadoras se resuelve salomónicamente no restándola de ninguno, pero sí del gran total de la financiación intervenida (7).

Los conceptos que componen

la aportación de la banca privada a los circuitos privilegiados son sus carteras de fondos públicos y de efectos y créditos de regulación especial. Prácticamente hasta 1978 no hay fondos públicos en poder de la banca adquiridos por puras consideraciones de mercado. La primitiva cartera de deudas perpetuas o amortizables se compró gracias al apoyo que suponía su automática monetización en el Banco de España, y ha engrosado luego ocasionalmente porque su mantenimiento en el Banco en forma de disponible es una manera de cubrir el coeficiente de caja con activos remunerados; se trata, pues, de una cartera forzada de un modo u otro por la acción de la autoridad financiera. Las restantes adiciones a la cartera se componen de cédulas de inversión compradas para cumplir, primero, con el coeficiente de fondos públicos, y luego con el coeficiente de inversión, en su tramo del mismo nombre. Las únicas compras «voluntarias» de fondos públicos que cabría reseñar serían las que la banca puede haber hecho para aportar garantías al Banco de España en las pólizas de los créditos de regulación monetaria, y las resultantes de no poder colocar sus cuotas de participación en los consorcios de colocación de deuda pública, o no querer soportar descuentos de colocación excesivos. Ambos fenómenos se producen tan sólo en 1979, y su importancia es mínima en relación con las cifras que aquí se están barajando (8). En cuanto a la cartera de préstamos de regulación especial, pudo en su momento, cuando eran redescontados masivamente en el Banco de España, dudarse si imputarlos a éste o a la banca, en paralelo con lo ya comentado para los

CIRCUITOS DE FINANCIACION SECTORIAL PRIVILEGIADA



Fuente: Cuadro n.º 1.

créditos «de mediación» con fondos del crédito oficial; ahora, reabsorbida aquella cartera dentro de la que satisface el coeficiente de inversión, la discusión no tiene sentido.

La gama de activos privilegiados de las Cajas es compleja. Comprende cédulas de inversión, otros fondos públicos (del Estado, del INI y de corporaciones locales), obligaciones de empresas privadas no bancarias, bonos bancarios, algunas acciones procedentes de la conversión de

obligaciones y bonos, y préstamos de regulación especial. No contaremos los bonos bancarios, por no ser los bancos industriales usuarios finales de fondos, pero sí los valores de renta variable, incluyendo con ellos acciones bancarias (probablemente, en cuantías pequeñas), que no es posible excluir estadísticamente con los datos publicados. En cuanto a las obligaciones no bancarias, consideraremos toda su cartera, lo que incluye una cifra (también pequeña, con toda probabilidad) de títulos no com-

putables en los coeficientes, y por tanto no privilegiados. De los préstamos de regulación especial se excluyen los de mediación, como ya se ha dicho.

EVOLUCION GENERAL DE LOS CIRCUITOS PRIVILEGIADOS

Con estas instrucciones de lectura, puede abordarse el estudio del cuadro 1, que resume la financiación privilegiada del sistema crediticio, y de sus diferentes grupos de entidades, en miles de millones de pesetas; y del cuadro 2, que expresa esas cantidades en porcentaje de los recursos ajenos del sistema crediticio procedentes del sector privado (9).

A fines de 1979 la intervención sectorial afectaba a algo más de cuatro billones de pesetas, lo que equivale a un 37,7 por 100 de los recursos ajenos nacionales canalizados por el sistema crediticio (10,7 billones). Al comienzo del período de dieciocho años analizado, esa proporción se situaba en torno al 35 por 100. De ese nivel no se apartó gran cosa entre 1962 y 1965. En 1966, el peso relativo de los circuitos privilegiados inició una rápida escalada que duró cuatro años, hasta alcanzar en 1969 un máximo de 45,5 por 100. En ese cuatrienio, bastante más de la mitad del incremento de los recursos ajenos (un 57,4 por 100) se destinó a los circuitos privilegiados: en otra parte lo he definido como *el gran boom de la financiación intervenida* (10). En 1971 la proporción inicia un descenso importante que se prolonga tres años, hasta un mínimo de 37,2 por 100 en 1973; este nivel supera toda-

vía en un par de puntos el nivel anterior al *boom* del segundo lustro de los años sesenta. A partir de 1974, y esto puede constituir una pequeña sorpresa dados los esfuerzos hechos en los últimos años para reducir el peso de circuitos privilegiados, la proporción se estabiliza en las proximidades del 38 por 100.

En esta evolución se mezclan dos componentes con tendencias bastante diferentes. Por un lado está el recurso del sector público al Banco de España por la vía crediticia, cuyo comportamiento se asocia estrechamente con la situación presupuestaria. En los primeros cuatro años del período 62-79 este bloque de créditos especiales oscila en torno al 5,5 por 100 de los recursos ajenos del sistema. Durante los años del *boom* de la financiación intervenida, el recurso público al Banco aumenta algo en términos relativos, hasta tocar valores del orden del 6,5 por 100. En los cuatro primeros años de la década de los setenta el Tesoro logra arreglar sus cuentas con el Banco de España, reduciendo su endeudamiento neto a poco más del 2 por 100 de los recursos del sistema. Hasta aquí el ciclo del recurso del Estado al banco emisor es coincidente en sus tendencias con el ciclo del resto de la financiación intervenida, con la salvedad de que el tirón hacia arriba registrado por esta última durante la fase del *boom* es mucho más violento: su proporción sobre los recursos ajenos aumenta, entre 1964 y 1970, 10,5 puntos porcentuales, desde una cota mínima de 29,3 por 100 hasta una máxima de 39,8 por 100; entre 1970 y 1973, por otra parte, el nivel relativo de ese resto de la financiación privilegiada cae algo menos de cinco puntos.

En los últimos años, sin embargo, los dos componentes mencionados disocian sus rumbos. Mientras el recurso público al Banco de España vuelve a aumentar de modo continuo en términos relativos, recuperando a fines de 1979 sus altas cotas de una década antes (pero el máximo de todo el período aún lo detenta 1967), el resto de la financiación intervenida, su componente «voluntario», si consideramos que el recurso del Tesoro al Banco es coyuntural, residual y un tanto casual, se estabiliza entre 1974 y 1977, y reemprende su descenso en los dos últimos ejercicios. No obstante, al final del período todavía se mantiene dos o tres puntos por encima del nivel de los primeros años del período analizado. El desmontaje de los mecanismos de intervención, si ese es el propósito íntimo de las autoridades financieras, revela ser una tarea mucho más lenta y laboriosa que su construcción. Y ello no es de extrañar: se trata del combate entre una idea política defendida por razones más bien teóricas (las ventajas del mercado), y un complejo de intereses sectoriales concretos y poderosos (11).

EVOLUCION POR GRUPOS DE ENTIDADES

Las aportaciones de los diferentes grupos de entidades de crédito a los circuitos de financiación privilegiada presentan evoluciones bastante divergentes. Guiándonos de nuevo por las cifras del cuadro 2, la aportación de la banca crece de modo ininterrumpido entre 1964 y 1971, se reduce un poco en términos relativos (siempre sobre los recursos ajenos del sis-

CUADRO N.º 1
SISTEMA CREDITICIO
CIRCUITOS DE FINANCIACION SECTORIAL PRIVILEGIADA
(Miles de millones de pesetas)

AÑOS	TOTAL NETO <i>1=3+6+9 +13-14</i>	TOTAL NETO <i>excl. crédito Banco de España al Sector Público</i>	BANCO DE ESPAÑA			BANCA PRIVADA		
		<i>2=1-4</i>	Total <i>3=4+5</i>	Crédito al Sector Público <i>4</i>	Fondos públicos <i>5</i>	Total <i>6=7+8</i>	Fondos públicos <i>7</i>	Créditos especiales o computables <i>8</i>
1962	202,0	171,9	34,1	30,1	(4,0)	67,1	61,4	5,7
1963	234,2	205,2	33,0	29,0	(4,0)	73,1	63,3	9,8
1964	279,0	235,4	47,6	43,6	(4,0)	81,0	69,3	11,7
1965	334,9	289,4	49,5	45,5	(4,0)	102,6	88,5	14,1
1966	409,3	349,6	63,7	59,7	(4,0)	129,6	112,9	16,7
1967	501,7	422,9	82,8	78,8	(4,0)	160,3	139,6	20,7
1968	640,3	551,6	92,7	88,7	(4,0)	215,3	181,6	33,7
1969	791,6	686,0	109,6	105,6	(4,0)	268,1	218,6	49,5
1970	905,2	797,1	112,1	108,1	(4,0)	310,2	241,0	69,2
1971	1.057,5	968,7	92,8	88,8	(4,0)	391,4	294,6	96,8
1972	1.207,6	1.143,3	68,3	64,3	4,0	460,7	324,7	136,0
1973	1.405,9	1.323,8	88,6	82,1	6,5	520,8	337,6	183,2
1974	1.726,7	1.575,2	173,8	151,5	22,3	637,9	366,4	271,5
1975	2.080,4	1.826,8	283,6	253,6	30,0	755,9	420,6	335,3
1976	2.482,6	2.254,1	266,9	228,5	38,4	945,0	500,9	444,1
1977	2.894,5	2.670,3	362,5	224,2	138,3	1.088,2	539,2	549,0
1978	3.417,1	3.016,0	483,5	401,1	82,4	1.266,9	682,0	584,9
1979	4.042,8	3.481,9	703,1	560,9	142,2	1.438,8	786,0	652,8

AÑOS	CAJAS DE AHORRO				CREDITO OFICIAL	
	Total <i>9=10+11+12</i>	Fondos públicos <i>10</i>	Valores privados <i>11</i>	Créditos de regulación especial <i>12</i>	Créditos y deudores <i>13</i>	Dotaciones del Tesoro <i>14</i>
1962	74,3	61,0	6,8	6,5	71,8	45,3
1963	96,1	67,5	18,5	10,1	84,6	52,6
1964	117,8	75,8	28,5	13,5	102,8	70,2
1965	146,5	84,9	37,8	23,8	131,0	94,7
1966	178,9	92,0	50,7	36,2	163,8	126,7
1967	220,6	99,6	66,4	54,6	193,9	155,9
1968	292,2	104,3	86,7	101,2	227,2	187,1
1969	375,8	110,0	115,5	150,3	260,4	222,3
1970	445,9	117,8	139,8	188,3	274,9	237,9
1971	537,4	136,5	171,9	229,0	294,4	258,5
1972	645,4	164,0	205,7	275,7	309,4	276,2
1973	763,0	180,1	252,1	330,8	335,2	301,7
1974	862,7	171,7	300,9	390,1	399,9	347,6
1975	980,0	180,2	375,8	424,0	505,9	445,0
1976	1.191,2	246,1	465,8	479,3	639,4	559,9
1977	1.303,6	229,2	570,4	504,0	847,5	707,3
1978	1.475,9	293,0	639,6	543,3	1.048,0	857,2
1979	1.609,2	343,5	705,6	560,1	1.309,5	1.017,8

CUADRO N.º 2
SISTEMA CREDITICIO
CIRCUITOS DE FINANCIACION SECTORIAL PRIVILEGIADA
 (Porcentajes de los recursos ajenos del sistema)

AÑOS	TOTAL NETO <i>1=3+4+5+6-7</i>	TOTAL NETO excl. crédito Banco de España al Sector Público <i>2</i>	BANCO DE ESPAÑA <i>3</i>	BANCA PRIVADA <i>4</i>	CAJAS DE AHORRO <i>5</i>	CREDITO OFICIAL	
						Crédito <i>6</i>	Dotaciones del Tesoro <i>7</i>
1962	35,7	30,4	6,0	11,9	13,1	12,7	8,0
1963	35,3	31,0	5,0	11,0	14,5	12,8	7,9
1964	34,8	29,3	5,9	10,1	14,7	12,8	8,7
1965	35,4	30,6	5,2	10,8	15,5	13,8	10,0
1966	38,0	32,5	5,9	12,0	16,6	15,2	11,8
1967	40,5	34,1	6,7	12,9	17,8	15,6	12,6
1968	43,6	37,6	6,3	14,7	19,9	15,5	12,8
1969	45,5	39,4	6,3	15,4	21,6	15,0	12,8
1970	45,2	39,8	5,6	15,5	22,3	13,7	11,9
1971	42,6	39,0	3,7	15,8	21,6	11,9	10,4
1972	39,7	37,6	2,2	15,2	21,2	10,2	9,1
1973	37,2	35,0	2,3	13,8	20,2	8,9	8,0
1974	38,2	34,8	3,8	14,1	19,1	8,8	7,7
1975	38,6	33,9	5,3	14,0	18,2	9,4	8,2
1976	38,5	35,0	4,1	14,7	18,5	9,9	8,7
1977	37,9	34,9	4,7	14,2	17,0	11,1	9,3
1978	37,4	33,0	5,3	13,9	16,2	11,5	9,4
1979	37,7	32,4	6,5	13,4	15,0	12,2	9,5

tema crediticio) en los dos años siguientes, y a partir de 1973 se estabiliza a todos los efectos prácticos. Las Cajas de Ahorro acompañan a los bancos en la fase inicial de incremento de sus aportaciones a la financiación privilegiada, pero a partir de 1970, un año antes que los bancos, inician un descenso que, en contraste con el de éstos, ya no se interrumpe hasta el fin del período analizado, descontando un breve intermedio en 1976. No obstante ese descenso, las Cajas de Ahorro aun son mayores contribuyentes brutos que los bancos a la financiación privilegiada durante todos y cada uno de los años del período, tanto en proporción a sus propios recursos como en términos absolutos.

En cuanto a la banca pública,

sus aportaciones presentan en alguna medida una motivación sustitutoria. Esta es clara en el caso del Banco de España. Su entrada en los circuitos privilegiados, dejando a un lado la financiación de los déficits presupuestarios, es reciente: se inicia en 1974, precisamente cuando la autoridad financiera empieza a tropezar con dificultades importantes para reducir los coeficientes de inversión de las entidades de crédito privadas. En cuanto a la banca oficial, su aportación a los circuitos privilegiados crece, en los años sesenta, hasta 1967. Se estanca luego y sufre un vivo descenso entre 1969 y 1973 en términos relativos (y en algún ejercicio, casi en términos absolutos). Son las secuelas del asunto Matesa, que pone inmediatamente en en-

tre dicho la capacidad de gestión crediticia de las autoridades y entes públicos, y obliga, algo más tarde, a repensar toda la política de circuitos privilegiados. En 1969-70 la actuación de las entidades privadas es compensatoria de la retirada del crédito oficial. A partir de 1975, vencido aquel trauma, vuelve a aumentar la aportación del crédito oficial a los circuitos. Al igual que la entrada coetánea del Banco de España en ellos, esta reanimación presenta motivos sustitutorios de la reducción de los coeficientes de inversión de las entidades de crédito privadas.

Veamos pues, en primer lugar, las causas instrumentales de la evolución de las financiaciones privilegiadas de Bancos y Cajas de Ahorro.

CUADRO N.º 3
BANCA PRIVADA
FINANCIACION SECTORIAL PRIVILEGIADA
 (En porcentaje de los recursos ajenos) (1)

AÑOS	TOTAL	FONDOS PUBLICOS (2)	EFECTOS ESPECIALES (3)		
			Total	Redescontables	Otros
1962	21,3	19,5	1,8	1,8	—
1963	19,5	16,9	2,6	2,6	—
1964	17,5	15,0	2,5	2,5	—
1965	18,8	16,2	2,6	2,6	—
1966	21,3	18,5	2,7	2,7	—
1967	23,0	20,0	3,0	3,0	—
1968	25,8	21,8	4,0	4,0	—
1969	26,8	21,9	5,0	5,0	—
1970	27,2	21,1	6,1	5,8	0,3
1971	27,4	20,6	6,8	4,5	2,3
1972	25,2	17,8	7,5	3,0	4,0
1973	22,2	14,4	7,8	2,3	5,5
1974	22,4	12,9	9,6	1,7	7,9
1975	22,5	12,5	10,0	1,2	8,8
1976	24,0	12,7	11,3	0,8	10,5
1977	23,7	11,8	12,0	0,5	11,5
1978	23,4	12,6	10,8	0,3	10,5
1979	22,5	12,3	10,2	0,2	10,0

(1) Depósitos en pesetas y bonos de caja emitidos, excepto los que están en cartera en otros bancos.

(2) Incluye efectos públicos (pagarés SNT-SNPA y pólizas EOC).

(3) Aunque se suele hablar de las carteras de «efectos» especiales, éstas incluyen en realidad préstamos especiales en póliza. En su momento, esas pólizas se cedían al Banco de España de un modo similar a un redescuento.

La Banca privada

La contribución de la banca a los circuitos privilegiados, como ya se indicó, resulta fundamentalmente, hasta 1971, del coeficiente de fondos públicos y de los créditos favorecidos con redescuento especial del Banco de España, y a partir de esa fecha, del coeficiente de inversión, que engloba y sustituye a ambas figuras.

Aparte de ello, existía a comienzos del período analizado aquí (1962) una masa importante de fondos públicos comprados antes de 1959 en respuesta a presiones de «persuasión moral», suavizadas con el privilegio de su pignoración automática a tipos

ventajosos en el Banco de España. Esa masa se retendrá luego, y aumentará ocasionalmente, debido a la computabilidad de los disponibles en los créditos pignoratícios sobre esos títulos dentro del coeficiente de caja: la posesión de tales valores es una forma de retribuir, aunque sea poco, los activos computables en este coeficiente (12). Aquella política anterior explica que en 1962, cuando aún no se había creado el coeficiente de fondos públicos, éstos se elevasen al 19,5 por 100 de los recursos ajenos de la banca (ver cuadro 3) (13).

Durante un par de años la cartera de fondos públicos creció muy poco en términos absolu-

tos, y disminuyó dos puntos en términos relativos, hasta un 17,5 por 100 de los pasivos aquí considerados. Las emisiones del Tesoro, que se habían interrumpido en la época del Plan de Estabilización, reanudándose en 1963 en forma de cédulas para inversiones, todavía daban cifras muy modestas.

Sin embargo las necesidades del crédito oficial, destinatario de los fondos obtenidos con la emisión de cédulas, estaban creciendo rápidamente. Y como el tipo de interés de esos valores se había fijado, siguiendo la costumbre, a un nivel muy bajo (4,5 por 100), no atractivo para el inversionista privado típico, y como la pignoración automática

de fondos públicos había caído definitivamente en desgracia con el Plan de Estabilización (hubo un compromiso público del Gobierno de no volver a recurrir a ella), resultó necesario recurrir a la colocación forzosa mediante coeficientes. Se decidió entonces que fueran los bancos privados quienes tomaran las cédulas, ya que las Cajas de Ahorro se «reservaban» para las obligaciones del INI. En consecuencia, se creó en noviembre de 1965 un coeficiente de fondos públicos para la banca comercial (14). De él se salvó la banca industrial, tal vez por el argumento implícito de que los recursos de ésta, niña mimada de la reforma bancaria de 1962, se dedicaban ya a la financiación de inversiones, y por tanto no era preciso reciclarlos, vía crédito oficial, hacia finalidades más productivas o estimulantes que el crédito comercial a corto plazo. Ese coeficiente se fijó, inicialmente, en un 15 por 100, y se iba a elevar de punto en punto en noviembre y diciembre de 1966, abril y noviembre de 1967, junio y diciembre de 1968 y junio de 1969, hasta un valor máximo de 22 por 100 (15). En los dos años siguientes la escalada se interrumpió, porque el crédito oficial había iniciado su estancamiento post-Matesa, y no necesitaba dinero.

Más aún, al reducirse la oferta de cédulas de inversión se permitió a los bancos, en septiembre y diciembre de 1969, computar en el coeficiente de fondos públicos determinados efectos especiales, a condición de que éstos no fueran redescatados. Tal vez la actitud más lógica hubiese sido, ante la falta de operaciones a proteger, reducir el coeficiente, pero la medida adoptada aliviaba en parte

otro problema, el de la monetización de los efectos especiales, que estaba dificultando el control monetario en un momento en que éste empezaba a ejercerse, tentativamente, a través del control de los activos liquidados (16).

El coeficiente de fondos públicos fue suprimido en julio de 1971. En su momento de mayor presión (1968-69) hizo que el conjunto de la banca destinase a esos valores prácticamente el 22 por 100 de los recursos ajenos (17).

La Ley de Crédito Oficial sustituye en julio de 1971 el coeficiente de fondos públicos por un coeficiente de inversión que, en el caso de la banca comercial, presenta un tramo a cubrir necesariamente con fondos públicos no pignorados (18). Ese tramo se fija en el 15 por 100, valor relativamente bajo, pese a la eliminación de los títulos pignorados de su cobertura, y que produce un excedente de cartera. En los años siguientes, y como sigue la crisis del crédito oficial y la consiguiente falta de oferta de cédulas, se registran dos hechos poco usuales: el subcoeficiente se reduce al 13 por 100 (en dos veces, en enero y diciembre de 1973) (19), y en 1974 el Tesoro da instrucciones al Banco de España para que no venda a los bancos más cédulas de las estrictamente necesarias para cubrir el tramo (20). La cartera de fondos públicos descende hasta un mínimo de 12,5 por 100 los recursos ajenos de la banca en 1975. Para entonces, sin embargo, vuelve a animarse el crédito oficial, y ya no habrá nuevas reducciones. Por el contrario, en agosto de 1974 (21) se extiende el tramo de fondos públicos a la banca industrial, dentro de un esquema más am-

plio de unificación del trato dado a todo tipo de bancos. Unificación parcial, pues el subcoeficiente asignado a los bancos industriales será cinco puntos inferior al de los comerciales, abriéndose a aquéllos, por otra parte, un amplio período de ajuste (a completar en junio de 1978) para alcanzar su nivel.

La afirmación de que el tramo de fondos públicos no va a sufrir reducciones no es desmentida por una producida en abril de 1977 (22). Se dispuso entonces que los bancos sólo deberían mantener en fondos públicos el 12 por 100 de los pasivos computables que tenían en diciembre de 1976, más el 13 por 100 de los incrementos posteriores. Ello generó un excedente de fondos públicos de 33.000 millones de pesetas, que fue comprado inmediatamente por el Banco de España para no dañar la colocación de cédulas nuevas. El propósito de esa medida era reducir el volumen de créditos de regulación monetaria concedidos a la banca, muy alto en aquel momento, sin disminuir la incidencia de los circuitos privilegiados, asumidos transitoriamente por el Banco de España. Cuando, un año después (septiembre de 1978) cambiaron las circunstancias monetarias, y retrocedió el crédito del Banco de España al sistema, esa medida transitoria se canceló y las cédulas se revendieron a los bancos, volviendo las cosas a donde antes estaban (23).

Por otra parte el peso efectivo del tramo de fondos públicos, y del coeficiente de inversión en general, se reduce en cuatro ocasiones por exclusión de determinados pasivos de la base de cómputo. En diciembre de 1973, en la época en que falta oferta de cédulas para in-

versiones, se excluyen de esa base los depósitos de las Cajas de Ahorro en la banca (24). La lógica de la exclusión es evitar un «gravamen en cascada», un doble coeficiente de inversión, sobre una misma base final de fondos. Por otra parte, no parece adecuado imponer una inversión esencialmente a medio o largo plazo sobre unos fondos esencialmente a corto plazo, y de movimiento bastante volátil por tratarse de recursos del mercado monetario. En 1979 se excluyen las cuentas de ahorro del emigrante, al equipararlas a cuentas extranjeras en pesetas convertibles (25), los depósitos de cooperativas (26), y los bonos de caja de bancos industriales emitidos en el futuro (27 y 28). Estas tres últimas exclusiones, insertadas discretamente en la política de reducción de coeficientes iniciada en 1977, que no había afectado directamente al tramo de fondos públicos, tienen motivos muy diversos: la primera se propone corregir disparidades de interpretación de las normas que se habían producido entre bancos; la segunda era obligada, por analogía con lo ya hecho para los depósitos de las Cajas en los bancos, y especialmente después de imponerse coeficientes de inversión a las cooperativas; la tercera viene a aliviar la presión de los coeficientes para un grupo de entidades que, por una serie de razones (pérdida de los privilegios que tenían en la reforma de 1962, mayor exposición a la crisis industrial dada la índole de sus financiaciones) presenta dificultades bastante generalizadas.

Con todo ello, y pese a las compras «voluntarias» (en el sentido de no venir forzadas por el coeficiente) ya mencionadas de deuda del Estado en 1979 co-

mo consecuencia de la participación en consorcios de colocación, el peso de los fondos públicos sobre los recursos ajenos estables en pesetas de los bancos desciende de 12,7 por 100 en 1976 a 12,3 por 100 en 1979.

La cartera de efectos especiales se acumula por tres causas sucesivas. Entre 1962 y 1971, por las continuas autorizaciones de operaciones de redescuento especial, o ampliaciones de líneas globales en clases de operaciones que no requieren autorización específica. Entre 1969 y 1971 por la sustitución, que ya conocemos, de fondos públicos por efectos especiales. Ambas técnicas de protección tendrán una larga agonía, después de suprimidas: al comenzar la década de los ochenta, aún quedan viejos efectos especiales redescontados, o computables como fondos públicos (29). A partir de 1971 el mecanismo de impulsión de los efectos especiales es el coeficiente de inversión.

De los criterios cuantitativos seguidos para aprobar operaciones con redescuento especial poco puede decirse, salvo lo que se deduce directamente de las propias cifras. Entre 1962 y 1967 las operaciones autorizadas progresan a ritmo relativamente lento; pasan, en esos cinco años, de 5.700 millones a 20.700 millones. En porcentaje de los recursos ajenos de la banca estas operaciones suponían un 1,8 por 100 a principio del período, un 2,6 por 100, aproximadamente, entre 1963 y 1966 y un 3 por 100 en 1967. Debe hacerse notar que hasta 1965 sólo se redescataba en el Banco de España la mitad, o poco más, de las operaciones realizadas. Pero en los años que siguen a la reforma financiera de 1962 se estaba produciendo una vigorosa

eclosión de normas reguladoras, que extendían rápidamente el campo de estas operaciones (30). Se preparaba un aluvión de créditos especiales que, en efecto, se desata en los años finales de la década de los sesenta. Entre 1967 y 1970 los efectos especiales se multiplican por algo más de tres (hasta 69.000 millones), y en porcentaje del pasivo suben a 6,1 por 100. Al mismo tiempo los bancos, más presionados en su tesorería, se acostumbran a presentar al redescuento la casi totalidad (más de un 95 por 100) de los créditos especiales, excluyendo naturalmente los que se llevan, a partir de 1970, a la cobertura del coeficiente de fondos públicos. La escalada de las operaciones redescontables no cesa durante la preparación de la Ley de Crédito Oficial, que va a modificar el sistema de intervención, y ello a pesar de los problemas de control monetario que trae consigo, puesto que la monetización de esos créditos erosiona el efecto de medidas tales como la imposición de depósitos especiales a la importación durante 1970, o la cancelación de líneas de redescuento ordinarias, con que se está entonces frenando la expansión del dinero.

La Ley de Crédito Oficial cambia la técnica de intervención sectorial, pero no trata de frenar su expansión. Crea el coeficiente de inversión que, en la parte que no se cubre con fondos públicos, computa las mismas clases de efectos especiales que hasta ahora se redescataban. Se suprime la autorización de nuevos redescuentos, pero, por supuesto, se hace honor a las operaciones ya autorizadas y formalizadas (que aún van a producir nuevo papel re-

descontable durante dos o tres años), y se incluye lo redescantado en el cómputo del coeficiente. La diferencia de rentabilidad entre los fondos públicos y las operaciones especiales, unida a las ventajas comerciales o de captación de clientela que tienen éstas, y no aquéllos, asegura que la parte del coeficiente que es diferencia entre su total y el tramo mínimo de fondos públicos se va a cubrir con efectos especiales. Los temores de Hacienda, en 1974, de que se pudiesen demandar demasiadas cédulas para inversión estaban poco fundados; eso sólo sucederá de modo ocasional, transitorio, y por pequeñas cuantías. El argumento de que falta demanda de financiaciones especiales, esgrimido tácticamente para tratar de rebajar el coeficiente o para justificar incumplimientos individuales del mismo, es con toda probabilidad ilegítimo, habida cuenta de la variedad de líneas y sectores amparados por aquél. Así pues, a todos los efectos prácticos, puede decirse que existe un coeficiente de préstamos especiales equivalente a la diferencia entre el coeficiente de inversión y el subcoeficiente de fondos públicos.

Ese subcoeficiente implícito que podemos llamar de préstamos especiales se fija inicialmente, para los bancos comerciales, en el 7 por 100 (31). El coeficiente de inversión de los bancos industriales, que no tiene tramo de fondos públicos, también recibe en julio de 1971 el mismo valor (32). El de los bancos comerciales requiere un esfuerzo de acomodación (para el que se abre un año de ajuste), ya que la cartera efectiva está bastante por debajo del nivel obligatorio; no así el de los bancos industriales, cuya cartera anterior de

financiaciones redescantables era tan alta en términos relativos que durante un par de años no tendrán que hacer operaciones nuevas. La consecuencia primera del coeficiente es otro aumento muy rápido de la cartera de efectos especiales de la banca, a 183.200 millones a fin de 1973. En ese año su peso relativo sobre los recursos ajenos llega a 9,6 por 100. El descenso de la financiación intervenida total de la banca en esta fase, observado en el cuadro 3, se debe, íntegramente, a la cuota de fondos públicos; pero los efectos especiales, en fuerte aumento, están cubriendo en parte, y en determinadas líneas (buques, exportación), el hueco dejado por el crédito oficial.

El esfuerzo, sin embargo, no se considera suficiente, y en diciembre de 1973 (con efecto en el primer cuatrimestre del año siguiente) el subcoeficiente implícito de préstamos especiales sube a 9 por 100 para los bancos comerciales, y a 8 por 100 para los industriales (33). En agosto de 1974 el de los industriales pasa al 10 por 100 (al tiempo que se les asigna tramo adicional para fondos públicos), con cuatro años para la adaptación (34). En febrero de 1975, también sube al 10 por 100 el tramo de préstamos especiales de la Banca comercial, con el resto del año para realizar el ajuste (35). En marzo de 1976 (36), ésta sufre un nuevo aumento, ahora al 12 por 100, también con el resto del año para ajustarse. Como consecuencia de todo ello la cartera de especiales sigue registrando, entre 1973 y 1977, aumentos espectaculares: asciende a 548.800 millones a fin del último año citado, lo que equivale al 12 por 100 de los recursos ajenos. Si el

conjunto de la financiación intervenida de la Banca pudo disminuir entre 1970 y 1973 en términos relativos gracias a lo sucedido con los fondos públicos, deja de hacerlo, y crece otra vez, en 1976-77 (37). No cabe hablar ya de mera sustitución de la Banca oficial por la privada; se asiste más bien a una cierta reactivación de la financiación intervenida, al menos por lo que respecta a la Banca privada.

En 1977 el coeficiente de inversión de la Banca sufre una segunda partición al crearse, en marzo, y tanto para bancos comerciales como para industriales, un mínimo a cubrir con crédito a la exportación de tres puntos (38). Ese es un nivel bastante aproximado al que la Banca (Banco Exterior aparte) presenta de hecho en conjunto, de manera que la función del nuevo subcoeficiente va a ser más garantizar que impulsar la financiación a la exportación. Garantía inmediatamente innecesaria en aquel momento, cuando los tipos de interés de todas las operaciones especiales andan equiparados, pero fundamental cuatro meses después, al revisarse aquéllos y fijarse hasta 3,5 puntos más altos los que se aplican a las operaciones especiales de mercado interior; ciertamente ese diferencial hubiera tendido a desplazar (salvo por improbables faltas de demanda) el crédito a la exportación del cuadro de preferencias de la Banca. Con la creación del tramo de exportación el subcoeficiente implícito para préstamos especiales de mercado interior es de 9 por 100 para los bancos comerciales y de 7 por 100 para los industriales.

El siguiente episodio que hay que reseñar es la reducción del

coeficiente total de inversión de la Banca comercial en cuatro puntos, al 21 por 100, en julio de 1977 (39). La adaptación va a ser lenta porque, al no modificarse los tramos de fondos públicos y de financiación a la exportación, todo el descenso va a recaer sobre el resto destinado a las financiaciones especiales de mercado interior (bienes de equipo y buques), cuyo subcoeficiente implícito baja al 5 por 100. Eso quiere decir que, incluso contando con el crecimiento de los depósitos computables, los sectores en cuestión carecerán por completo de nueva financiación durante mucho tiempo; la autoridad procura que, al menos, el saldo existente no disminuya y los sectores no deban proceder por tanto a amortizaciones netas (muy difíciles en algunos casos, dada la situación financiera de algunos de ellos). De ahí que la entrada en juego de la reducción programada se inicie seis meses después de la norma (en enero de 1978), que originalmente se proyecte a un ritmo mensual de un cuarto de punto (o sea, con un período de ajuste de dieciséis meses), que antes incluso de iniciado el ajuste (40) el ritmo de descenso se ralentice a bimensual, y que en agosto de 1979 (41) el reajuste se suspenda hasta marzo de 1980, para reanudarse entonces a un ritmo algo menor, de una décima mensual, lo que, salvo nueva rectificación, completará la operación de ajuste en 1982, cinco años después de haberse tomado la medida liberalizadora.

Con todo ello, y considerando también las exclusiones de pasivos de la base de cálculo descritas al hablar de los fondos públicos, el porcentaje real de préstamos especiales cae en

1978 a 10,8 por 100 de los recursos ajenos estables en pesetas, y a 10,2 por 100 en 1979.

Las Cajas de Ahorro

La especial ideología de las Cajas de Ahorro (su carácter social y no lucrativo) ha provocado desde siempre en la autoridad económica y financiera tentaciones dirigistas o paternalistas sobre sus inversiones, saliendo al paso de una posible falta de criterio o de motivación interna. Ese peligro, de existir, sería realmente muy grave, puesto que las Cajas han ganado en las últimas décadas cuotas de mercado muy considerables, y sus fondos estarían probablemente mal empleados si se dedicaran íntegramente, según sus orígenes decimonónicos, a cosas tales como la obra social y la lucha contra la usura.

En 1962 las Cajas de Ahorro poseían una cartera importante de fondos públicos, que equivalía, aproximadamente, a la mitad de sus recursos ajenos, y otras, más modestas pero ya apreciables, de préstamos de regulación especial (para difusión de la propiedad mobiliaria, y para la construcción de viviendas sociales) y de valores de renta fija privados. Estas carteras derivaban de coeficientes de inversión cuyo origen se remonta al Estatuto de 1933 (42). El seguimiento de los coeficientes anteriores a 1964, que aún incorporaban dosis altas de persuasión y paternalismo, viene dificultado por el hecho de haberse instrumentado con frecuencia en órdenes, comunicados o resoluciones de vigencia anual, con posibles prórrogas tácitas, de la Dirección de Banca, Bolsa e Inversión (43). Para no remon-

tarnos demasiado, una orden comunicada de agosto de 1962 fijaba en un 60 por 100 la parte del *incremento* de depósitos que debía destinarse a fondos públicos. Sabía la autoridad financiera que ese porcentaje, aplicado en años anteriores, era exageradamente alto, pues en aquel momento escaseaban las emisiones públicas (las cédulas para inversión no habían iniciado su carrera, y el INI todavía obtenía financiación del Banco de España). Por tanto, para cubrir el vacío de oferta sin renunciar (por si acaso, y previendo tiempos peores) al coeficiente, se aceptó la inclusión en él de valores industriales calificados al efecto por el Ministerio de Hacienda, en tanto persistiera la escasez de fondos públicos en el mercado, se hubieran suscrito plenamente las emisiones públicas, y la adquisición de valores privados no excediera de la mitad del coeficiente. Con el mismo fin de facilitar la cobertura del imposible coeficiente de fondos públicos, se había creado el año anterior (44) la obligación de dedicar un 10 por 100 del incremento de los recursos a préstamos para la difusión de la propiedad mobiliaria, que se computarían como fondos públicos. Esto, y otro coeficiente incremental, asimismo del 10 por 100, para la financiación de la construcción de viviendas protegidas (algunas Cajas lo interpretaban de otro modo, y en vez de financiarlas, las construían directamente), que venía arrastrándose desde 1956 (45), explica la cartera inicial de préstamos de regulación especial.

Como se observa en el cuadro 4 (46), en 1962 las financiaciones obligatorias suponían un 60,8 por 100 de los recursos ajenos de las Cajas. Casi el 50 por

CUADRO N.º 4

**CAJAS DE AHORRO
FINANCIACION SECTORIAL PRIVILEGIADA**

(En porcentaje de los recursos ajenos) (1)

AÑOS	TOTAL	CARTERA DE VALORES				PRESTAMOS DE REGULACION ESPECIAL	PRESTAMOS DE REGULACION ESPECIAL EN PORCENTAJE DEL CREDITO TOTAL
		Total	Fondos públicos	Valores industriales	Bonos de caja bancarios		
1962	60,8	55,5	49,9	5,6	—	5,3	22,2
1963	63,7	57,0	44,8	12,3	—	6,7	24,2
1964	63,1	55,9	40,3	15,2	0,4	7,2	24,5
1965	64,3	54,0	36,9	16,4	0,7	10,3	33,0
1966	66,1	52,9	33,5	18,5	0,9	13,2	40,2
1967	66,8	50,5	29,7	19,8	1,0	16,3	48,0
1968	72,7	47,9	25,6	21,2	1,1	24,8	66,1
1969	75,8	45,9	21,9	23,0	1,0	29,9	75,0
1970	75,1	43,8	19,6	23,2	1,1	31,3	75,8
1971	72,7	42,3	18,1	22,9	1,2	30,4	76,0
1972	74,7	44,2	18,2	22,8	3,2	30,5	74,6
1973	73,6	43,7	16,3	22,8	4,7	29,9	69,7
1974	70,3	40,7	13,0	22,8	4,9	29,6	63,9
1975	65,0	38,9	11,1	23,2	4,6	26,1	56,9
1976	64,1	39,9	12,4	23,5	4,0	24,2	51,7
1977	58,0	36,9	9,6	23,9	3,4	21,1	44,0
1978	54,1	35,3	10,1	22,1	3,1	18,8	38,3
1979	49,3	33,0	10,0	20,5	2,4	16,3	35,0

(1) Depósitos del sector privado no financiero y depósitos de organismos públicos.

100 estaba constituido por fondos públicos, y el 11 por 100 restante, por mitad, por valores industriales y préstamos especiales. Quizás convenga recordar que la actividad crediticia de las Cajas, era, hace veinte años, relativamente secundaria: el total de préstamos, regulados o libres, suponía tan sólo un 24 por 100 de los recursos ajenos. Por esa razón, o quizás porque también las Cajas, como la autoridad, preveían tiempos peores, la falta de oferta de fondos públicos en 1959-62 no había provocado un aumento sustitutorio de los préstamos, sino una acumulación desahorada de tesorería (que tocó en 1962 niveles de 15 por 100) (47). Por tanto la autorización de 1962 para comprar valores industriales fue muy

bien venida, y en 1963 la proporción de los mismos sobre los recursos ajenos se duplicó con creces, pasando de 5,6 por 100 a 12,3 por 100. Ese aumento, unido a un incremento en términos relativos más modesto de los préstamos de regulación especial, compensó ampliamente el retroceso simultáneo de la cartera de fondos públicos, y elevó la cuota de las financiaciones obligatorias a 63,7 por 100.

La regulación moderna, todavía vigente en lo esencial, de las inversiones obligatorias de las Cajas arranca de 1964 (48). Se establecen entonces dos coeficientes, uno llamado de fondos públicos, y otro de préstamos de regulación especial. El primero comprenderá fondos pú-

blicos en sentido lato, pólizas emitidas por el crédito agrícola y pesquero (una pequeña suma, reliquia del pasado, que permanece inalterada quince años después), y, extendiendo la excepción de 1962, otros valores de renta fija privados (49) autorizados por la Junta de Inversiones del Ministerio de Hacienda, ya sin porcentaje máximo, pero conservándose la condición de que los fondos públicos escaseen en el mercado, y se hayan suscrito plenamente las emisiones. Condición que cae inmediatamente en el olvido, o sólo es recordada al arbitrio de la autoridad, puesto que en los años siguientes (y hasta bien entrada la década de los setenta) nadie pedirá a las Cajas que suscriban cédulas para inversio-

nes, a pesar de que éstas, ciertamente, no escasean y hay que forzar una y otra vez, como vimos, el coeficiente de fondos públicos de los bancos para lograr su colocación. Sucede que la autoridad impone a las Cajas unos coeficientes tan exageradamente altos, que luego, semiarrepentida, procura suavizarlos llenándolos con operaciones obligatorias algo más rentables (o mucho más rentables) que las adjudicadas a los bancos. De otro modo, las Cajas de Ahorro podrían haber dejado de ser entidades viables en el mercado. De este modo, la gravosidad efectiva de los coeficientes de la banca comercial y las Cajas de Ahorro se hace muy similar.

El valor inicial asignado en 1964 a los coeficientes es 50 por 100 para el de fondos públicos, que mejor haríamos llamando de valores dada su cobertura real, y 30 por 100 para el de préstamos especiales. Esos porcentajes todavía se refieren, en el año de su creación, a los incrementos de pasivo, y a partir de 1965, a su saldo vivo en balance (50). Ante la insuficiencia de la ofertas de valores, en 1967 (51) se redistribuye el 80 por 100 total, dejando en 45 por 100 el coeficiente de fondos públicos y en 35 por 100 el de préstamos de regulación especial.

Las consecuencias prácticas de la normativa de 1964 durante la década de los sesenta son: *a)* una elevación importante del peso agregado de las financiaciones obligatorias, hasta un máximo de 75,8 por 100 de los recursos ajenos a fines de 1969; *b)* un descenso de diez puntos en la cuota de la cartera de valores computables, de 55,9 por 100 en 1964 a 45,9 por 100 en 1969; *c)* una fuerte sustitución de fondos públicos por valores

industriales, en términos relativos; precisamente en 1969 la cartera de valores privados computables supera a la de fondos públicos (24 y 21,9 por 100 de los recursos ajenos, respectivamente), y *d)* un fuerte aumento de los préstamos de regulación especial, desde 7,2 por 100 en 1964 a 29,9 por 100 en 1969 (52). Esos préstamos, que en los primeros años del período analizado representaban entre un cuarto y un quinto de la cartera total de préstamos de las Cajas, suponen en 1969 tres cuartas partes de la misma. En cierto modo, las Cajas de Ahorro se van a hacer entidades de *crédito*, más que de inversión, de la mano de los préstamos especiales; aunque sólo en 1973, cuando ha empezado el retroceso de los coeficientes obligatorios, llegará su cartera total de créditos a ser superior a su cartera de valores.

La segunda mitad de la década de los sesenta ha contemplado una continua escalada de las inversiones obligatorias de las Cajas como resultado de una única medida, la implantación de coeficientes en 1964. La década siguiente, en cambio, va a registrar un descenso importante; a diferencia de lo sucedido con los bancos, ese descenso no sufrirá, a nivel global, ninguna interrupción.

El descenso resulta de dos factores. Por una parte, se excluyen de la base de cómputo determinados pasivos: en 1966, los ahorros finalistas (53); en 1970, el ahorro del emigrante (54); y, lo que tiene más importancia cuantitativa, en 1973, las cuentas en pesetas convertibles y moneda extranjera, y los saldos de organismos y corporaciones públicas (55). Por otra parte, el nivel de los coeficientes registra una serie de ataques frontales.

Entre enero de 1973 y enero de 1974 cada uno de los dos coeficientes legales pierde cinco puntos, quedando por tanto en 40 y 30 por 100, respectivamente (56). En agosto de 1974 (57), en uno de los grandes paquetes de disposiciones financieras que, por alguna razón psicológica o política, han dado interés a varios veranos de la década de los sesenta, el coeficiente de préstamos de regulación especial se recorta radicalmente, del 30 al 16 por 100; caída de tal magnitud debe distribuirse en siete años (hasta 1982) para no secar totalmente la financiación de los sectores protegidos.

En 1976 hay una interrupción en la tendencia general, al incrementarse el coeficiente de fondos públicos en tres puntos, que deben cubrirse necesariamente con cédulas para inversión, clase de títulos ofrecida hasta entonces sólo de modo esporádico a las Cajas (58). Pero al año siguiente vuelven los descensos. En el gran paquete financiero de julio de 1977 (59) el coeficiente de fondos públicos cae, con efecto inmediato, dos puntos, a 41 por 100, y con efecto retardado, otros dieciséis, a 25 por 100, por cuartillos mensuales desde enero de 1978, en un proceso que debía terminarse en abril de 1983. El coeficiente de préstamos que, como consecuencia de la reducción programada en agosto de 1974, andaba ya por el 24 por 100, se reduce inmediatamente al 22 por 100 y luego, también por cuartillos desde enero siguiente, al 10 por 100; este proceso debería completarse en diciembre de 1981. Sin embargo, pasado el tiempo se considerará que el ajuste va demasiado rápido para la economía de los sectores beneficiarios de la financiación

(grandes empresas emisoras de obligaciones, la construcción de viviendas) y en mayo de 1979 el ritmo de descenso de ambos coeficientes se reduce a una décima mensual, lo que prolonga los períodos de ajuste hasta abril de 1985 para los fondos públicos, y abril de 1984 para los créditos.

Igual que los bancos, las Cajas de Ahorro disfrutaban, entre abril de 1977 y septiembre de 1978 (60) de un alivio en su coeficiente de cédulas para inversión, consistente en que sólo deberán invertir en ellas el 1 por 100 de los pasivos de diciembre de 1976 y el 3 por 100 de los incrementos posteriores. Ello produce una estadia de 37.500 millones de pesetas de tales títulos en el Banco de España durante el período mencionado.

Como muestran las cifras del cuadro 4, el descenso de los coeficientes, ayudado por la exclusión de pasivos de la base de cómputo, reduce gradualmente el peso de las financiaciones obligatorias de las Cajas desde el máximo de 75,8 por 100 de los recursos ajenos alcanzado en 1969, hasta 49,3 por 100 diez años después. El descenso es lento, incluso vacilante, hasta 1973 (el porcentaje aún es entonces 73,6 por 100) y más rápido y sostenido desde entonces. El porcentaje referente a los préstamos especiales se reduce a la mitad, desde un máximo de 31,3 por 100 en 1970, hasta un mínimo de 16,3 por 100 en diciembre de 1979. La cartera de valores cae, evidentemente, menos, ya que su coeficiente obligatorio no se ha reducido tan decididamente como el de los préstamos. A fin de 1979, aún supone un 33 por 100 de los recursos. Es de notar que dentro de ella los descensos

se centran principalmente en el capítulo de fondos públicos (pese a la aparición del tramo para cédulas), los cuales al término del período analizado representan el 10 por 100 de los recursos ajenos, esto es, la mitad que diez años antes y la quinta parte que en 1962. La reducción de los valores privados en términos relativos a lo largo de los setenta es, en cambio, modesta: cae de 24,3 por 100 en 1970 a 22,9 por 100 en 1979.

El Banco de España

La actuación del Banco de España en materia de circuitos privilegiados tiene dos vías: la cartera de fondos públicos, muy conectada, como ya se ha dicho y en seguida se verá, con lo sucedido con la de las entidades privadas de crédito; y el crédito al sector público. Comencemos por aquella (61).

El descenso de la cartera de valores de las Cajas de Ahorro produce una apariencia de reducción de los circuitos de financiación privilegiada que exagera la realidad. Una parte considerable de ese descenso se debe a compras de títulos públicos efectuadas por el Banco de España, compras que alivian las cargas de las Cajas, pero que, desde una perspectiva más amplia, no implican sino un cambio de manos en los circuitos privilegiados. La primera actuación de esa índole se produce en 1974, año en que las Cajas, a pesar de haber suscrito las correspondientes emisiones de obligaciones INI, reducen su cartera de fondos públicos en unos 7.000 millones de pesetas netos. Se observa en el cuadro 1 que es precisamente en ese año cuando comienzan las compras

de fondos públicos del Banco de España en cifras importantes (15.800 millones netos), y el propio Banco insinúa que ambos hechos no están desconectados (62).

Los aumentos de la cartera pública del Banco de 1975 y 1976, más modestos (unos 8.000 millones por año), tienen otro origen que, en cierto modo, también puede encajar en el mismo motivo sustitutorio. Se trata de absorber la cartera de obligaciones INI de la Seguridad Social, caída en déficit y necesitada de realizar esos activos que, desde luego, carecen de un mercado secundario (63). Si extendiésemos el concepto de los circuitos privilegiados hasta abarcar las inversiones cautivas de los entes aseguradores, públicos y privados, es claro que esas compras representarían, también, la sustitución de un circuito por otro sin modificación de su total general.

Como se ha dicho en apartados anteriores, el Banco hace en 1977 otra compra sustitutoria, cuyo fundamento está en la política de control monetario. Se adquieren entonces 70.500 millones de cédulas para inversión. Pero las compras netas de ese ejercicio son casi exactamente 100.000 millones. La diferencia responde, una vez más, a compras sustitutorias. En efecto, existía desde 1976 un volumen remanente de emisiones de renta fija privadas cualificadas por la Junta de Inversiones, antes de su extinción, para su cómputo en los coeficientes de las Cajas de Ahorro que no lograba colocarse por tener estas entidades sobradamente cubierto ya su coeficiente de fondos públicos; ese volumen remanente se había incrementado de forma considerable en la primera mi-

CUADRO N.º 5

BANCO DE ESPAÑA
FINANCIACION SECTORIAL PRIVILEGIADA

(En porcentaje de disponibilidades líquidas y bonos de caja)

AÑOS	TOTAL	FONDOS PUBLICOS (1)	CREDITO AL SECTOR PUBLICO					
			Total	Tesoro	Seguridad Social	Organismos		
						Total	Crédito	Depósitos
1962	6,0	(0,7)	5,3	2,7	—	2,6	4,2	-1,6
1963	5,0	(0,6)	4,4	1,7	—	2,6	4,1	-1,5
1964	5,9	(0,5)	5,4	2,0	—	3,4	4,8	-1,4
1965	5,2	(0,4)	4,8	2,1	—	2,7	4,0	-1,2
1966	5,9	(0,4)	5,5	2,8	—	2,7	3,8	-1,0
1967	6,7	(0,3)	6,4	3,1	—	3,3	4,4	-1,1
1968	6,3	(0,3)	6,0	2,4	—	3,6	4,2	-1,1
1969	6,3	(0,2)	6,1	2,5	—	3,6	4,8	-1,2
1970	5,6	(0,2)	5,4	2,1	—	3,3	4,5	-1,2
1971	3,7	(0,2)	3,6	1,9	—	1,7	2,8	-1,1
1972	2,2	0,1	2,1	0,8	—	1,3	2,3	-1,0
1973	2,3	0,2	2,2	1,1	—	1,1	2,1	-0,9
1974	3,8	0,5	3,4	2,3	—	1,0	2,0	-1,0
1975	5,3	0,6	4,7	3,1	—	1,6	2,3	-0,7
1976	4,1	0,6	3,5	1,8	—	1,7	2,5	-0,8
1977	4,7	1,8	2,9	2,4	0,1	0,4	1,6	-1,2
1978	5,3	0,9	4,4	3,6	0,1	0,7	1,6	-0,9
1979	6,5	1,3	5,2	4,5	0,2	0,5	1,5	-1,0

(1) Hasta 1971 se trata de una cifra supuesta, basada en una cartera hipotética de 4.000 millones, que se incluye para soslayar la ruptura de las series.

tad de 1977. Extrañamente, la autoridad financiera, creadora al tiempo de la oferta de esos valores al hacerlos computables (único motivo para su emisión, pues el mercado privado era prácticamente nulo), y de su demanda (determinada por el juego de los coeficientes de inversión), había provocado un desequilibrio insuperable, que ponía en peligro la financiación de las grandes empresas, emisoras protegidas. Ese desequilibrio artificial se cerró artificialmente, gracias a una compra de valores computables (obligaciones INI) por el Banco de España de 30.600 millones en noviembre y diciembre de 1977, y de 13.000 millones en enero de 1978 (64), compra con la que se limpió el «mercado». Tales compras ex-

plican (junto con la antes mencionada operación en cédulas para inversión) la evolución de la cartera del Banco en los ejercicios 77-78.

En 1979 la cartera de fondos públicos del Banco de España vuelve a registrar un notable aumento, de 59.800 millones. Prácticamente la totalidad del mismo se concentra en enero, y coincide con un volumen extraordinariamente alto de nuevas emisiones, incluida la de deuda especial destinada a la financiación de los sectores siderúrgico y naval (65), y que se asimila a las cédulas para inversión a efectos de coeficientes bancarios. Las compras del Banco de España dejan hueco para la colocación de esa deuda, o la de

nuevas cédulas para inversiones, en las carteras de las entidades de crédito, mejorando al mismo tiempo, de modo deliberado, su rentabilidad pues las cédulas que el Banco adquiere son de viejas emisiones al 4,5 por 100 (66).

Esa historia de las compras de fondos públicos del Banco de España durante los años setenta prueba ampliamente su entrada como sustituto de los circuitos privilegiados de las entidades privadas. En 1973, antes de que se iniciasen aquéllas, la cartera del Banco suponía un 0,2 por 100 de los recursos ajenos del sistema crediticio, procedentes del sector privado (ver cuadro 5); la de Bancos y Cajas, conjuntamente, ascendía a 13,7 por 100. Seis años después, esta

última ha caído algo más de tres puntos, siempre en términos relativos, a un nivel de 10,5 por 100. Pero el Banco ha repuesto a los circuitos privilegiados un tercio del descenso, presentando una cartera de fondos públicos que se eleva a un 1,3 por 100 de los recursos ajenos del sistema.

Esta evolución tiene dos lecturas posibles, según gustos. Desde un punto de vista pesimista, debería prevenir contra reducciones ilusionadas de los coeficientes cuando, detrás de ellas, acompañándolas, no hay una voluntad, decidida e instrumentada, de devolver operaciones o sectores al mercado libre. En ese sentido tanta importancia, o más, tienen en el proceso de liberalización del sistema la descalificación de los bonos de caja en 1974 (67), o de los demás títulos privados excepto de obligaciones de la Telefónica y las compañías eléctricas en 1977 (68), para el coeficiente de fondos públicos de las Cajas, como la propia reducción de ese coeficiente. Desde un punto de vista optimista, las compras del Banco no serían sino el engrase que necesita la puesta en práctica de una acción liberalizadora, acción que, a pesar de todo, se produce, pues la cartera conjunta de fondos públicos del sistema reduce en dos puntos su incidencia sobre los recursos ajenos. Con independencia de su acción liberalizadora, ciertamente mitigada por este hecho, las reducciones de coeficiente lo que sí hacen (y por eso las piden las entidades con tal insistencia) es mejorar su cuenta de resultados, o, sobre todo, dar mayor libertad en la fijación de los tipos de interés pasivos libres, lo que siempre es bien recibido, sobre todo en el marco

de un sistema financiero crecientemente competitivo. A expensas, por otra parte, de los beneficios del Banco de España (69), pero no parece que sea ésta una asunción indebida de cargas por el sector público, puesto que el privilegio de tipos de las operaciones protegidas por los circuitos se concede, en última instancia, por razones que hay que denominar de interés público.

El crédito al sector público del Banco de España comprende los saldos de las operaciones con el Tesoro, con la Seguridad Social (muy recientes) y con los organismos oficiales. El cuadro 5 muestra su desglose en términos relativos, tomando como base de comparación los recursos ajenos del sistema procedentes del sector privado (70). De ese desglose quizás no deban sacarse demasiadas conclusiones relevantes, ya que, en el fondo, el titular último de los créditos, el que los decide y al final los asume, es el Tesoro. Que esas operaciones luzcan en un presupuesto u otro no pasa de conveniencia administrativa.

El volumen medio de recursos crediticios del Banco de España utilizados por el sector público a lo largo del período de dieciocho años que se viene considerando en este estudio supone un 4,5 por 100 de los recursos ajenos del sistema crediticio. El nivel experimenta oscilaciones importantes durante el período. En la década de los sesenta, hasta 1970 inclusive, se mantiene alto, en torno al 5,5 por 100, con un máximo (1967) de 6,4 por 100. En los siete años siguientes es menor, promediando un 3,2 por 100, con un mínimo (1972) de 2,1 por 100. En 1978-79, está retornando rápidamente a su nivel de diez

años antes; la tendencia actual sugiere que en 1980 puede batiarse la marca más alta de los años precedentes. Esa evolución, cuya explicación última se encontraría en la del saldo presupuestario, puede interpretarse, a primera vista, como prueba de que el papel que juega este componente de los circuitos privilegiados no ha variado, en lo fundamental, en las dos últimas décadas: es un resultante mecánico de otras fuerzas muy complejas, y sólo cuando la sucesión de presupuestos negativos lo eleva a límites bastante altos durante algún tiempo, se despierta en el corazón de los hacendistas, economistas y políticos (por ese orden) el santo horror al déficit, que mueve a tomar las medidas de saneamiento oportunas. Por sí mismo, sin embargo, el endeudamiento en el banco emisor no constituye un factor activo de importancia sobre la conducta del Tesoro, especialmente a corto plazo. Su carácter de gratuidad (para el Tesoro) o su relativa baratura (para otros organismos) le resta mordiente. Las autoridades monetarias, además, han aprendido a contrarrestar la influencia de ese factor en el proceso de creación de dinero, eliminando el problema que pudiera plantear desde ese ángulo.

Dos consideraciones, sin embargo, obligan a matizar ese juicio. Hasta mediados de la década de los sesenta identificar recurso al Banco de España con déficit público hubiera sido casi una tautología, dada la falta de fuentes de financiación alternativas. En los últimos años ya no lo es, porque existe un volumen considerable de financiación del sector público ajena al Banco de España, en forma de endeudamiento exterior y de algunas

emisiones de deuda colocadas en el público general, o en el sistema crediticio fuera de coeficientes, financiación que importa, entre 1977 y 1979, unos 190.000 millones netos acumulados. Sin tales recursos, en principio poco gratos para el Tesoro porque son costosos y de difícil negociación, su endeudamiento con el Banco de España a fin de 1979 sería 1,8 puntos superior al que realmente es, y alcanzaría ya el récord del período analizado. Esa aceptación por el Tesoro de la idea de que debe procurarse una parte al menos de la financiación de su déficit en el mercado, interior o exterior, implica que también en este caso se ha producido en la década de los setenta, pese a las cifras de recurso al Banco, un retroceso de los circuitos privilegiados.

Por otra parte el examen del desglose institucional del recurso público al Banco muestra que en los años sesenta gran parte de éste era endeudamiento de los organismos autónomos o similares (71): en los primeros años de la década de los sesenta, el INI y la RENFE; más tarde, los organismos reguladores de precios agrícolas; a final de aquella década, la OFILE. En todos esos casos se trataba de operaciones de duración indefinida, fuera cual fuera su instrumentación formal; de hecho, su permanencia en el balance del Banco de España se prolongaba años y años, salvo traspaso entre organismos similares (como sucede entre el SENPA y el FORPPA en 1969-70), sin ningún intento aparente de cancelación. Es decir, se consideraba al Banco de España como fuente de financiación permanente *de facto* del sector público. Desde 1971, sin embargo, ese con-

cepto se revisa. En aquel año el Tesoro asume (y liquida en los años siguientes) los antiguos créditos al INI. En 1974 hace lo propio con los de la Comisión de Compra de Excedentes de Vino y algunos de la CGAT. En 1977 ha de repetir la operación en el caso de CGAT, que ha vuelto a endeudarse; esa técnica, además, se aplica legalmente con carácter general (72). En 1978-80 se amortiza el crédito de OFILE, ahora OFICO. Con todo lo cual el endeudamiento bruto de los organismos en el Banco se reduce apreciablemente: de un 4 por 100 o más de los recursos del sistema crediticio en los años sesenta, a un 1,5 por 100 en los años finales de la década siguiente. Y se hace realidad la idea, que llegó a parecer utópica, de que los créditos del Banco de España al sector público deben, después de todo, ser cancelados alguna vez. Cierzo que a partir de 1977 el Banco comienza a financiar a la Seguridad Social, pero las oscilaciones que registra su saldo (el crédito de 1979, por ejemplo, es una financiación transitoria a muy corto plazo) indican que puede tratarse de financiación de tesorería, no permanente. La conversión dista de ser completa (73), pero la evolución muestra señales favorables, e indica un cierto reblandecimiento de uno de los puntos más enquistados de los circuitos privilegiados de financiación.

El crédito oficial

Como en el caso del redescuento especial de la banca, la historia del volumen alcanzado por el crédito oficial no es mucho más de lo que directamente manifiestan las cifras. Estas per-

miten suponer unas determinadas actitudes políticas generales respecto de la banca oficial, escasamente explicitadas porque resultan, más que de un plan deliberado de actuación, de actuaciones parciales poco conectadas entre sí. Los programas anuales del crédito oficial, cuando se han hecho públicos, resultan tan abundantemente modificadas durante el ejercicio, que pierden toda significación.

Ya se describieron más arriba los rasgos generales de la evolución del crédito oficial: una fuerte aceleración de su actividad entre 1965 y 1967, paralela a la de la banca y las Cajas de Ahorro; un frenazo en solitario en 1968-69, seguido de un notorio estancamiento hasta 1973, que reduce considerablemente su presencia relativa en los circuitos financieros, y desde 1974, una fase de crecimiento rápido, que contrasta con el retroceso de los circuitos privilegiados del sector privado.

A nivel agregado puede haber alguna motivación sustitutoria entre el comportamiento de la banca oficial y el de los circuitos privilegiados de las entidades privadas en 1969 (retrocediendo aquélla) y en 1975-79 (aumentando su actividad). A nivel desagregado, esa motivación se confirma y se extiende fuera del confin de esos ejercicios, en determinados sectores: en particular es clara, entre 1968 y 1970, por lo que respecta a la financiación de viviendas protegidas, con las Cajas de Ahorro; durante los primeros años de la década de los setenta, por lo que respecta al crédito a la exportación, con la banca privada; y durante toda la década, y de nuevo con la banca, por lo que respecta al crédito naval. Pero, en general, el examen de la ac-

tividad de la banca oficial no sugiere que ésta actúe principalmente por motivos sustitutorios, cuando se consideran grandes sectores en su conjunto (agricultura, crédito local, vivienda y exportación fuera de los períodos mencionados; la excepción, y no a nivel sectorial sino individual, podría ser la industria).

La explicación de la evolución cuantitativa del crédito oficial debe buscarse por otro lado. Las cifras del cuadro 2 sugieren una permanente tendencia a que aquél incremente su participación en el sistema crediticio, tendencia que se quiebra durante un lustro con el trauma de Matesa. ¿Qué mueve y frena esa tendencia? La impulsa indudablemente el interés institucional de los diferentes bancos oficiales, y de los ministerios u organismos públicos que hay tras ellos, por apoyar con crédito barato a los sectores económicos cuya tutela les está encomendada. Posiblemente ese impulso no tenga un techo eficaz, dentro de unos niveles razonables, pues la demanda de crédito privilegiado, si no ilimitada, sí es, cuando menos, difícil de agotar. La frena (Matesa aparte) la disponibilidad de recursos: en última instancia, la resistencia de las restantes entidades de crédito, que los suministran, a ceder fondos en condiciones que les son muy onerosas, resistencia creciente al aumentar las tensiones competitivas del sistema crediticio. Dicho de otra forma: a falta de un plan bien fundamentado y efectivamente coordinado, en el que se midieran carencias financieras reales de los sectores merecedoras de una corrección, un mecanismo de crédito que no obedece al juego de los precios se activa inevitablemente a ins-

tancias de parte (interesada directa o indirectamente) y sólo es limitado por la presión política de intereses contrarios.

Debe advertirse que esa presión contraria, latente en muchas peticiones de liberalización del sistema crediticio de los años setenta, sólo muy recientemente ha comenzado a tener consecuencias, en forma de un aumento de la financiación negociada, o de mercado, de las entidades oficiales de crédito a expensas de su financiación privilegiada (74). En efecto, esta última (dotaciones del Tesoro, recursos propios del sistema, crédito del Banco de España, y pólizas colocadas forzosamente en las entidades de crédito privadas) representa en promedio, en 1973-76, un 89,3 por 100 del balance del crédito oficial, mientras que la financiación negociada (cédulas de los bancos oficiales (75), financiación exterior, y otros créditos de las entidades privadas) es el 8,3 por 100. En los tres años siguientes, la financiación privilegiada cae, hasta 85,5 por 100 en 1979, y la negociada sube, hasta 12,4 por 100 en ese ejercicio (la diferencia hasta cien se debe a cuentas de acreedores y varias, de difícil conceptualización a efectos de este análisis). Concretamente, en 1979 la financiación negociada supone una cuarta parte de la nueva financiación total, proporción estimable aunque inferior al tercio previsto en los Acuerdos de la Moncloa de septiembre de 1977. Es obvio que el incremento de la financiación negociada ha de producir a la larga un encarecimiento del crédito oficial y, con él, una revisión de su papel económico: éste será modificar la estructura de la *disponibilidad* de fondos entre sectores, y no generar

subvenciones implícitas de interés a favor de los sectores privilegiados (salvo las que se asuman explícitamente por el Tesoro). Ese papel tiene una mayor justificación desde el punto de vista de la racionalidad económica. En todo caso, el proceso no ha hecho más que empezar.

CONCLUSION

Durante los años que siguen a la reforma del sistema crediticio de 1962, y en especial durante la segunda mitad de la década de los sesenta, los circuitos privilegiados de financiación registran un notable incremento absoluto y relativo, llegando a afectar al 45 por 100 de los recursos canalizados por el sistema. La proliferación de normas reguladoras, la generalización del esfuerzo a todas las entidades de crédito, el propio volumen alcanzado por los circuitos, y la aplicación de tipos de interés convencionales muy bajos, demuestran sobradamente la existencia de una política deliberada y extensiva de orientación o reasignación de los recursos financieros que, evidentemente, no pone gran fe en el juego libre de los mercados. A fines de la década, sin embargo, surgen tres factores contrarios a esa política. En primer lugar está la crítica teórica a los criterios de intervención de la Administración en los mercados financieros, y la defensa doctrinal de la eficacia del libre mercado, modelo de funcionamiento económico apoyado por el ejemplo de otros países y la influencia de los organismos internacionales. En segundo lugar, y en apoyo de lo anterior, está la crisis Matesa, que saca a la luz algunos errores evidentes de la intervención, y crea un clima con-

trario a la asunción de las responsabilidades que ésta implica dentro de la propia de la Administración. En tercer lugar, las entidades privadas de crédito reaccionan contra los circuitos privilegiados, que condicionan su actuación y pesan sobre su cuenta de resultados.

Como consecuencia de todo ello, en los años setenta se produce una reacción contra la fi-

nanciación intervenida, y una reducción global de los circuitos privilegiados. El juego de los mercados financieros libres se refuerza considerablemente, y se reducen los coeficientes que afectan a las entidades de depósito. Estos movimientos son parcialmente compensados en la segunda mitad de la década por una reactivación de la actuación de la banca pública, aunque también en ésta cabe señalar

cambios de política que denotan una aceptación parcial de los criterios de mercado, y una delimitación más racional de su papel. En cualquier caso, el proceso de liberalización en materia de circuitos privilegiados está aún bastante lejos de alcanzar los objetivos que le señala el modelo occidental de funcionamiento de las entidades de crédito.

NOTAS

(1) Suponiendo, en un cálculo tal vez conservador, que los sectores privilegiados por esos circuitos han tenido una bonificación de cinco puntos respecto de lo que hubieran tenido que pagar en un mercado libre por la financiación.

(2) En mi libro *Creación de dinero en España 1956-1970* (IEF, 1972), Apéndice Estadístico, doy la cartera total del Banco, incluidos los valores privados, hasta 1970. Las Memorias Anuales del Banco para los años 1970 y 1971 muestran las variaciones anuales de la cartera de valores privados. No hay datos posteriores publicados.

(3) Naturalmente como entre los créditos o descubiertos y los depósitos del sector público en el Banco de España no hay solución de continuidad, se utiliza el saldo neto de todas sus cuentas. Se integra también en ellas la circulación de moneda metálica, un recurso monetario del Tesoro que, en sentido estricto, no es cuenta del Banco de España.

(4) Ver, p. e., *Informe Anual 1978*, cuadro VI-23, pág. 313. El Banco también incluye pequeñas sumas de activo real y crédito al sector privado que aquí se han despreciado, sin entrar en su conceptualización teórica, por su mínima importancia.

(5) Incrementado con la importante cifra de «deudores», un concepto compuesto de morosos y otras partidas de dudoso cobro, que el crédito oficial no quiere lucir en su cartera ordinaria, pero cuya exclusión produciría discontinuidades incómodas en los datos.

(6) Debe añadirse que el «crédito oficial» del Banco Exterior (término con el que se designa el exceso de sus créditos a la exportación reglados sobre los que debe mantener como banco comercial en función de su coeficiente de inversión) no se computa aquí según los datos del ICO, relativos solamente a lo financiado por éste con dotaciones, sino según los datos del

Banco Exterior, que recogen además lo financiado con crédito del Banco de España.

(7) Hay dificultades técnicas para dar una cartera de fondos públicos de Bancos y de Cajas neta de cédulas de inversión, por falta de suficientes datos publicados. Por otra parte, una cifra neta del crédito oficial menos las dotaciones desdibujaría la verdadera relevancia del crédito oficial. El Banco de España, en la estimación de los circuitos privilegiados que hace en sus Informes Anuales, incurre en una sobreestimación por doble contabilización, al no deducir las dotaciones.

(8) Comparando la cartera total de fondos públicos de la Banca con la cartera computada en el coeficiente de inversión más la pignorada (que no puede computarse en aquél) se deduce, en diciembre de 1979, la existencia de una cartera libre de unos 11.000 millones. Su valor real pudiera ser algo mayor, habida cuenta de que en 1978 ese cálculo daba un inexplicado valor negativo de unos 5.000 millones.

(9) Medidos por las disponibilidades líquidas (efectivo en manos del público y depósitos del sector privado no crediticio) más los bonos de caja bancarios y cédulas del crédito oficial colocados fuera del sistema crediticio. Pudo tomarse como patrón de referencia el total de recursos, propios y ajenos, del sistema, pero los propios vienen modificados en los últimos años por regularizaciones de balance que no afectan (o en no gran medida) a los activos computables; esos cambios en el valor de las reservas introducirían una distorsión indeseada en los cálculos.

(10) *Política monetaria y financiera* en L. GAMIR, ed. *Política económica de España* (Madrid, 1975), pág. 48. Las series estadísticas del presente trabajo mejoran sustancialmente las allí elaboradas.

(11) La postura liberal tiene importantes apoyos institucionales: citemos el de la OCDE (*Le marché financier. Les mouvements internationaux de capitaux. Les res-*

trictions sur les opérations de capital en Espagne, París, 1971), el del Banco de España (varios Informes Anuales), el de la Banca (R. TRIAS FARGAS, *El Sistema Financiero Español*, Ariel, 1970) y el de las Cajas de Ahorro (sus sucesivas asambleas anuales).

(12) De ahí que exista desde entonces, como efecto lateral disruptivo de la Bolsa de valores, una persistente demanda bancaria de deudas amortizables, que llega a poner su cotización veinte puntos o más por encima del nominal. Lo que, desde luego, nunca impedirá la colocación de nuevas emisiones de fondos públicos no pignora-bles, pues la oferta secundaria de pignora-bles en el mercado es exigua.

(13) Como recursos ajenos se toman aquí los depósitos en pesetas y los bonos de caja emitidos, con exclusión de los tomados por otros bancos. En el cuadro 2 el término de comparación sólo se refería a los bonos fuera del sistema crediticio: la diferencia está en los bonos tomados por Cajas de Ahorro. Al considerar el peso relativo de los circuitos para cada grupo de entidades parece oportuno tomar como base sus recursos estables en pesetas, incluso si proceden de otras entidades. De ahí la distinta conceptualización de los bonos de caja en ambos cuadros. Sin embargo en el cuadro 3 se siguen eliminando los bonos tomados por otros bancos; en su inmensa mayoría esas carteras bancarias proceden de intervenciones de bancos vinculados, que valen tanto, a efectos económicos, como una recompra de bonos para su amortización.

(14) Ley 2/62, de 14-4, sobre Bases de Ordenación del Crédito y la Banca, base sexta, y O. M. 20-9-65.

(15) Las OO. MM. son de 5-9 y 15-9-66, 2-3 y 3-10-67, 2-4 y 4-9-68, y 21-1-69.

(16) En el punto más alto (1971) los efectos computados como fondos públicos, llegaron a suponer el 26 por 100 de los efectos en principio redescontables de la Banca comercial, y un 7 por 100 de su cartera de fondos públicos.

(17) La coincidencia entre el coeficiente legal y el real no es automática, ya que en el cuadro 3 se incluyen en el denominador de este porcentaje los pasivos de la Banca industrial. Sucede que la cartera de fondos públicos de la comercial a fin de 1969 ascendía a 22,4 por 100 de sus depósitos, con un excedente de 0,4 puntos sobre el coeficiente obligatorio.

(18) Ley 13/71, de 19-4, disposición adicional cuarta, D. 1.472/71, de 9-7, y O. M. de igual fecha. La definición de fondos públicos a efectos de este coeficiente es más restringida que la del anterior coeficiente de fondos públicos, pues se limita a los fondos que se emitan en el futuro expresamente con carácter de computables, aunque también se aceptan los existentes en la cartera de los bancos al entrar en vigor el coeficiente de inversión. Se excluyen los fondos públicos pignorados, o afectos a otras garantías, en el Banco de España. Esta última exclusión resulta excesiva con el paso del tiempo, y es suavizada por el Real Decreto-ley 35/77, de 13-6, artículo 4.º, que ha permitido garantizar los préstamos de regulación monetaria con cédulas para inversión, sin que ello suponga, como antiguamente, pasar la iniciativa de la monetización de activos a la Banca privada.

(19) OO. MM. de 31-1 y 27-12-73.

(20) Interpretando la O. M. de 23-2-74. Con la inercia de las disposiciones menores que, por su poca importancia, tienden a ser olvidadas por sus creadores, esas instrucciones siguen vigentes años después, cuando ciertamente ya no habría la reticencia de 1974 a emitir cédulas.

(21) O. M. 9-8-74.

(22) O. M. 20-4-77.

(23) O. M. 20-9-78.

(24) O. M. 4-12-73.

(25) Circular 159 del Banco de España, de 3-1-79.

(26) O. M. 5-9-79.

(27) O. M. 18-10-79.

(28) Los pasivos excluidos son: unos 80.000 millones (un 4 por 100 de los pasivos computables del momento) en el caso de las Cajas de Ahorro; unos 30.000 millones (0,6 por 100) en el de los depósitos de ahorro del emigrante; unos 60.000 millones (1 por 100) en el de los depósitos de cooperativas; los bonos de caja que pueden ser potencialmente suplidos por nuevas emisiones, a lo largo de un período de varios años, son unos 300.000 millones (5 por 100, si se dieran de baja ahora, y no fueran sustituidos parcialmente, como bien podrá suceder en su día, por depósitos a plazo, computables en el denominador del coeficiente).

(29) Las dos últimas columnas del cuadro 3 muestran la evolución de la sustitución de los efectos redescontables por no redescontables.

(30) Ver R. POVEDA, *Política monetaria y financiera*, op. cit., pág. 50.

(31) O. M. 9-7-71.

(32) El Banco Exterior de España recibe un trato especial. Su coeficiente de inversión se establece al nivel de la Banca comercial (22 por 100), pero sin tramo de fondos públicos, y debiendo dedicarlo en su totalidad a crédito a la exportación. En su evolución posterior el coeficiente del Banco Exterior participará de los incrementos, pero no de las disminuciones del coeficiente de inversión de la Banca comercial, y en marzo de 1977 (O. M. 17-3-77) registrará un aumento especial, hasta un nivel del 30 por 100. En principio parece un tanto innecesario marcar un coeficiente explícito para una entidad bajo control público, cuya política de asignación de recursos podría ser por tanto decidida internamente sin necesidad de pasar por el B. O. del E.

(33) O. M. 27-12-73.

(34) O. M. 9-8-74.

(35) O. M. 10-2-75.

(36) O. M. 10-3-76.

(37) Si se depuran las cifras de 1977 del

efecto de la compra transitoria de cédulas para inversión por el Banco de España de abril de 1977, el porcentaje total de financiación intervenido de ese año sube del 23,7 que figura en el cuadro 3 a 24,4 por 100.

(38) O. M. 17-3-77.

(39) O. M. 23-7-77. El coeficiente de la Banca industrial no es modificado. Por tanto, su tramo «mercado interior» va a quedar dos puntos por encima del correspondiente de la Banca comercial, diferencia en contra suficientemente compensada al estar su tramo de fondos públicos cinco puntos por debajo.

(40) O. M. 24-10-77.

(41) O. M. 21-8-79.

(42) Con antecedentes más inmediatos en un Decreto de 9-3-51.

(43) Ver *Boletín Estadístico del Banco de España. Notas*, febrero 1980, pág. 31.

(44) O. M. 30-6-61.

(45) Decreto 13-4-56.

(46) Este cuadro presenta dos diferencias conceptuales con los cuadros 1 y 2. Por una parte incluye como financiaciones privilegiadas los bonos de caja de Bancos industriales comprados por las Cajas, bonos que también figuran en el pasivo de la Banca en el cuadro 3; obviamente, desde el punto de vista de las Cajas, y a efectos de comparar el peso de los circuitos entre grupos de entidades financieras, estos bonos son financiaciones privilegiadas, aunque no lo sean para el sistema como un ente consolidado. Por otra parte la base de comparación incluye depósitos privados y públicos en las Cajas; estos últimos, que también son recursos estables de las Cajas, sin duda existen, aunque sin desglose contable, en los Bancos, de manera que su inclusión es necesaria a efectos comparativos.

(47) Cf. R. POVEDA, *Creación de dinero en España*, págs. 264-265.

(48) O. M. 20-8-64.

(49) Según interpretación del Banco de

España, también son computables los valores de renta variable obtenidos por conversión de valores de renta fija computables. Ver Circular 6, de 7-5-73, del Banco de España a las Cajas de Ahorro.

(50) El coeficiente de préstamos de regulación especial nace con una complicación adicional. Se distribuye en tres tramos: 7 por 100 para construcción de viviendas, 17 por 100 para préstamos sociales a la agricultura o la industria y 6 por 100 para otros préstamos sociales (acceso a la propiedad, etc.). En 1967 (O. M. de 28-6), el tramo del 17 por 100 se rompe en dos: 10 por 100 para la agricultura y 7 por 100 para la industria. Dada la estrecha localización geográfica de la mayoría de las Cajas, muchas encuentran difícil cumplir algún tramo (las de zonas industriales, el agrícola, las de provincias rurales, el de viviendas), y se hace necesaria una amplia tolerancia que desemboca finalmente (O. M. de 31-3-73) en la supresión de los tramos, reteniéndose tan sólo el porcentaje agregado.

(51) O. M. 13-12-67.

(52) Durante ese período se produce, según las cifras del cuadro 4, un incumplimiento de los coeficientes de inversión, y en particular del de préstamos. Incumplimiento sólo en apariencia, si se tiene en cuenta: a) que las reglas de cobertura dan entonces un plazo de tres meses para proceder a realizar las inversiones necesarias para cubrir los pasivos de un determinado mes (los pasivos de diciembre, con los que se han calculado los porcentajes del cuadro, sólo se cubrirán en marzo); b) que algunas Cajas compensan déficits en un tramo con superávits en otro, lo que técnicamente es incorrecto, pero no puede dejar de ser mirado con cierta tolerancia, y c) que otras Cajas computan también entre sus préstamos especiales viviendas sociales de su propiedad, otra incorrección justificada por la similitud de objetivos económicos finales, y que no se resuelve hasta el final de la década siguiente. En general las Cajas han tendido a cubrir sus coeficientes de inversión

con algún exceso, tal vez por la menor adaptabilidad técnica de sus inversiones, mientras que los Bancos siempre han procurado conseguir una cobertura exacta, sin exceso ninguno.

(53) OO. MM. de 7-10-66 para el ahorro vivienda y 20-10-66 para el ahorro bursátil.

(54) O. M. 29-10-70.

(55) Circular 6 del Banco de España. Esa exclusión podría basarse en la volatilidad de estas cuentas, de tesorería; o en una extensión analógica, no del todo fundada, de lo hecho con el coeficiente de caja, en el que esos saldos no cuentan por tratarse de dinero público o exterior, y pretender el coeficiente tan sólo el control del dinero privado interno.

(56) OO. MM. de 31-1-73 y 1-1-74. La primera orden preveía un ajuste en dos años, a completar en 1975. La segunda acelera el calendario y termina el ajuste en 1974.

(57) O. M. 9-8-74.

(58) O. M. 10-3-76.

(59) O. M. 23-7-77.

(60) Las órdenes son de igual fecha que las correspondientes de los Bancos.

(61) La regulación de la cartera de valores del Banco de España, recogida en el D. L. 18/62, de 7-6, de nacionalización del Banco de España, es de una complejidad innecesaria y a la postre inútil. Hay, según esa norma, cuatro carteras: una cartera de renta, existente en el momento de la nacionalización, muy poco importante, cuyo aumento requiere autorización del Consejo de Ministros, aunque para su enajenación basta la aprobación del Ministro de Hacienda (art. 22); una cartera «contrapartida» de los billetes en circulación, que se formó al reducirse la deuda especial del Tesoro creada por las Leyes de 13-3-42 y 31-12-46, y hasta el importe de ésta, cuya materialización también es decidida por Hacienda (art. 23); una cartera de valores que el Banco puede adquirir, poseer y enajenar

con entera libertad a efectos de regulación del mercado de dinero (art. 28); y una cartera de deuda del Estado o Tesoro recibida (¿de quién?) para ulterior negociación (artículo 28). Las dos primeras carteras son, conceptualmente, reliquias del pasado, de supervivencia injustificada. La tercera parece responder a una idea antigua del mercado de dinero, que el legislador puede confundir con la bolsa de valores. No es preciso aclarar que, en cualquier caso, las amplias posibilidades de maniobra que abre el artículo 28 hacen inútiles las cautelas de los artículos 22 y 23.

(62) En el *Informe Anual 1974* (pág. 232) del Banco, cuando éste aún no publicaba su cartera total de fondos públicos, se lee entre líneas que él es el factor oculto tras el «resto del mercado» adquirente de los títulos de las Cajas. Sólo así pudo hacerse efectiva la reducción del coeficiente de fondos públicos de que éstas acababan de beneficiarse, mejorando al tiempo (pues las obligaciones INI son sustituidas por renta fija privada, más rentable) la cuenta de resultados de las Cajas.

(63) Cf. Banco de España, *Informe Anual 1975*, pág. 238, e *Informe Anual 1976*, pág. 274.

(64) Banco de España, *Informe Anual 1977*, pág. 315.

(65) R. D. 3.089/78, de 29-12. Esa deuda no es de mercado, pues sale a 6,5 por 100, tipo que, por otra parte, se extiende a las cédulas a emitir en 1979 (R. D. 3.081/1978, de 15-12); anteriormente estaban devengando el 6 por 100.

(66) Banco de España, *Informe Anual 1978*, pág. 237.

(67) Por decisión de la Junta de Inversiones. La evolución de la cartera de bonos de Bancos industriales dentro del coeficiente de fondos públicos de las Cajas es la siguiente. Entre 1966 y 1971 esos títulos representan aproximadamente el 1 por 100 de los pasivos computables (cf. cuadro 4); en diciembre del último año importan 9.400

millones de pesetas. En los tres años que siguen, la proporción salta a 4,9 por 100 y el saldo a 64.300 millones; la autoridad financiera provoca un trasvase masivo de recursos entre entidades de crédito, poco justificado a la corta, y peligroso a la larga para los BIN por su artificialidad. Luego el saldo todavía aumentará un poco en cifras absolutas (hasta 1978) por absorción de emisiones pendientes autorizadas hasta 1974, pero la proporción iniciará un descenso paulatino; en diciembre de 1979 es de 2,4 por 100.

(68) R. D. 2.227/77, de 29-7, que deroga el de 26-7-57, creando la Junta de Inversiones. Al establecer la lista de emisiones cuyos títulos de renta fija son automáticamente computables, el R. D. añade que éstas deben ir adecuando de forma gradual sus tipos de interés a los reales de mercado.

(69) Suponiendo, lo que en las circunstancias actuales es cierto, que los tipos de rentabilidad de los activos así comprados sean inferiores a los de los créditos que, de otro modo, el Banco debería haber abierto al sistema para mantener el adecuado crecimiento de la base monetaria.

(70) En este caso, tratar de medir lo que suponen esos activos sobre los pasivos típicos del Banco (por ejemplo, la base monetaria) para hacer comparaciones con otras entidades sería un ejercicio poco útil, dada la artificialidad de gran parte de esos pasivos, creados por razones de política monetaria. Limitando los pasivos al efectivo en manos del público (base incómoda, pues no llega a representar dos tercios de las inversiones del Banco central), el Banco resultaría en la actualidad más castigado que las entidades de crédito privadas, ya que la cuota de los circuitos privilegiados sería de 54 por 100 en 1979; castigo, por otra parte, leve habida cuenta de la gratuidad del pasivo sobre el que se levanta la carga. Dicho de otro modo, el carácter público y la peculiarísima forma de financiación del Banco emisor hacen irrelevante cualquier medición comparativa de su apor-

tación a los circuitos privilegiados en proporción a sus recursos típicos.

(71) Según el D. L. 18/1962, de 7-6, de nacionalización del Banco de España, el Estado sólo puede utilizar el recurso al Banco de España por ley, salvo en cuatro supuestos: los anticipos al Tesoro (gratuitos) con un límite del 12 por 100 del total de gastos anuales autorizados para la Administración Central y organismos autónomos; los créditos a corto plazo o de campaña a organismos públicos y empresas nacionales o nacionalizadas, previo Decreto con informe del Consejo de Economía Nacional; los créditos al Tesoro para financiar al crédito oficial, anticipando los recursos a obtener por cédulas para inversiones; y la ya caducada cuenta del IEME para financiar la compra de reservas. Es de notar que el D. L. impone más condiciones al crédito a organismos que al crédito que excepcionalmente el Banco conceda al sector privado por razón de interés público, que sólo precisa autorización del Consejo de Ministros. Parece que los requisitos de los créditos a organismos no siempre se cumplieron (no se conocen en varios casos las leyes o los decretos que los autorizarían). El problema se subsana con el D. L. 35/1977, de 13-6, único y parcial parche que ha merecido hasta el momento la defectuosa normativa de las operaciones del Banco de España, al disponer en su artículo primero que será el Gobierno quien establezca el límite máximo de los créditos que puedan autorizarse por el Banco a organismos públicos y empresas nacionales para operaciones por plazo no superior a dieciocho meses.

(72) El D. L. 35/1977, artículo 2.º, establece que los créditos concedidos a organismos públicos y empresas nacionales o nacionalizadas que hayan permanecido o permanezcan pendientes de reembolso durante un plazo de dieciocho meses desde su otorgamiento, se considerarán a su vencimiento como anticipos del Tesoro a los acreditados correspondientes; esto es, serán asumidos por el Tesoro automáticamente.

(73) Las deudas de RENFE, Tabacalera y el FORPPA han aumentado apreciablemente en los últimos años, sin señales de que se busque una solución para las mismas. Aunque la instrumentación del apoyo sea otra, el viejo redescuento por el Banco de los pagarés del SENPA plantea el mismo problema; lleva más de dos décadas estancado en las mismas cifras, sin que nadie piense en su actualización, esto es, en su conversión hacia las figuras de apoyo ahora practicadas, que excluyen los redescuentos automáticos a tipos privilegiados. En alguno de los casos antes citados, el recurso al Banco de España ni siquiera tiene la justificación de la falta de rentabilidad de la entidad financiada, o de la necesidad social de sus actividades.

(74) La elevación del coste de la financiación privilegiada del sistema, esto es, en última instancia del tipo de interés de las cédulas, del original 4,5 por 100 al actual 6,75 por 100, es otra manifestación de esa presión. Débil manifestación, sin embargo, teniendo en cuenta que la elevación general de los tipos de interés hace que el tipo actual esté en realidad más desfasado que el original. Por marcar un término de comparación, considérese que el tipo de interés neto de las obligaciones computables en el coeficiente de fondos públicos de las Cajas de Ahorro ha pasado de 6,25 por 100 en la década de los sesenta a 12,65 por 100 en 1979 (sin contar la mejora de rentabilidad, no despreciable, por comisiones y descuentos de suscripción, que se ha producido en la última década).

(75) A partir de 1980 no será legítimo considerar «libres» todas las emisiones de cédulas de los Bancos oficiales, ya que las del Banco de Crédito Agrícola están protegidas por el coeficiente de inversión de las cooperativas, si bien su tipo de interés parece que tiende a alinearse con el de los valores computables de las Cajas, o al menos con el de las obligaciones INI, y no con el de las cédulas para inversiones.