LA EVOLUCION RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

José María García Alonso analiza la evolución del sistema financiero español, delimitando tres grandes períodos significativos: a) El período de reconstrucción (1946-1962); b) El período de crecimiento acelerado (1962-1977); c) El período de reajuste (1977-1983), extrayendo de cada uno de ellos las relaciones básicas entre los objetivos de la economía real y el funcionamiento del sistema financiero.

En el primer período destaca la peculiar forma de satisfacer las necesidades de la economía española a través de la financiación heterodoxa del déficit público, y de la exigencia de estrictas condiciones de acceso a los mercados financieros, circunstancias que van a determinar la dependencia del capital industrial respecto al financiero.

En el segundo período refleja la utilización creciente del sistema financiero para la financiación del modelo de desarrollo industrial español y la influencia que tal criterio ejerce sobre la estructuración del mismo.

A partir de 1977, enmarca el período reciente de evolución del sistema y reseña el cambio completo en la filosofía de su transformación, que busca alcanzar esencialmente los criterios técnicos para un funcionamiento financiero eficaz, que indirectamente favorezcan el reajuste necesario en el conjunto de la economía.

Finalmente, se esboza un programa de reforma del sistema financiero para el futuro, que se basa en la necesidad de una profunda correlación entre las modificaciones estructurales del sistema y la liberación de los sistemas operativos. Las grandes líneas de cambio son por la reforma del sistema financiero público, la renovación de la especialización de los intermediarios financieros y la reorganización institucional y funcional de los mercados de activos financieros.

I. INTRODUCCION

Hablar sobre la evolución reciente del sistema financiero español implica, previamente, definir qué se entiende por «etapa reciente», y por qué se asume esta definición.

Para conseguir estas especificaciones es ineludible analizar el proceso general de cambio del sistema financiero durante un amplio período, observando la sucesión de transformaciones concretas que se producen por la interrelación de las fuerzas endógenas al sistema, y la acción de los agentes exógenos que plasman su voluntad de reforma de la realidad a través de las normas de obligado cumplimiento social.

El análisis trata de precisar, aunque sea de forma sintética, las etapas de evolución del sistema financiero español a partir de 1946, especificando las características propias de cada una y su relación con el cumplimiento de los objetivos económicos de la sociedad. También refleja de forma expresa los obstáculos y dificultades que en cada etapa hacen imposible alcanzar los objetivos propuestos, ya que estos fracasos orientan el camino de la reforma en las siguientes etapas.

Una vez delimitada la «etapa reciente» de evolución del sistema financiero, efectuamos un análisis temporal y cualitativo de las medidas concretas de la acción de gobierno, con la pretensión de alumbrar la filosofía económica subyacente en este período, las vicisitudes que acompañan su consolidación, las contradicciones que lleva consigo su cumplimiento, y, en última instancia, la situación final del sistema al momento presente.

Finalmente, parece dado ceder a la tentación de plantear conclusiones abiertas, y proyectar, aunque sea como ejercicio de futurología, una opción de las posibles andaduras que alternativamente puede recorrer el sistema financiero en su continuo proceso de cambio.

II. ETAPAS DE EVOLUCION DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

1. El período de reconstrucción: 1946-1962

a) Primer subperíodo: 1946-1958

El modelo económico que se proyecta en este período pretende la reconstrucción de la catastrófica situación económica de la postguerra y determina la actuación del Estado en materia presupuestaria y financiera.

El núcleo básico del sistema financiero en los orígenes del período es el *sistema bancario privado*, único grupo que realiza una actividad financiera estricta, puesto que las Entidades Oficiales de Crédito funcionan como intermediarios financiero-presupuestarios, y las Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito se orientan más por el campo de la previsión social y mutual que por el propiamente financiero. Las cifras, por otra parte, confirman el aserto anterior, pues el conjunto de grupos ajenos al bancario representa un porcentaje poco significativo respecto al sistema.

Otro aspecto básico de la realidad financiera de comienzos del período es la intensa utilización del sector público para potenciar y crear activos de valor —creación directa de dinero por recurso al Banco de España o emisiones de deuda pignorable automáticamente— lo que, unido a la insuficiencia presupuestaria y a la heterodoxa instrumentación de su financiación, produce una creciente existencia de medios de pago en el sistema económico y, principalmente, en el sistema bancario, que, de esta manera, experimenta un importante crecimiento de su poder de disposición de medios de valor frente al sector real.

Los principios de reforma en el ámbito financiero se recogen en la Ley de Ordenación Bancaria de 1946, y tratan, por una parte, de construir la cúpula directora del sistema financiero, y por otra, de organizar el sistema bancario privado.

El núcleo principal de dirección de la política monetaria de crédito se instala en el área gubernativa —Ministerio de Hacienda— y se utiliza al Banco de España, todavía institución semipública, como instrumento para ejecutar la política monetaria y financiera mediante la realización de operaciones típicamente bancarias, en unas ocasiones, y típicas de Banco central, en otras.

Los pilares básicos del marco normativo que afectan al sistema bancario, son los siguientes:

a) Prohibición absoluta de creación de nuevas entidades financieras, así como severas limitaciones a la expansión operativa.

b) Prohibición de financiar a plazo superior a 90 días a través de la concesión de créditos.

c) Autorización para adquirir participaciones en empresas industriales sin control alguno.

La combinación de los planteamientos expuestos va a tener efectos transcendentes sobre las relaciones de los sectores financiero y real de la economía, y afectará de forma determinante a la conformación de los poderes políticos y económicos de la sociedad española.

Este modelo económico, orientado a la consolidación de una economía autóctona, comienza a entrar en crisis a finales de la década de los cincuenta, cuando se manifiesta ineficaz cara a la apertura de relaciones con el exterior y al logro de los deseos de modernización de la economía española.

b) Segundo subperíodo: 1958-1962

Para la consecución de estas nuevas finalidades es inservible el marco económico general y, en particular, el financiero, que habría incorporado a su estructura graves deficiencias intrínsecas, merced a su inadecuada utilización como generador de fondos inflacionistas y distribuidor discriminante de recursos.

Las incapacidades más notorias son:

a) Insuficiencia de recursos para la financiación de inversiones productivas a largo plazo.

b) Los desajustes en la distribución del crédito, y en la concentración de riesgos y de poder empresarial.

c) El mecanismo inflacionario de financiación del sector público financiero.

Estos problemas tratan de resolverse a partir de 1958, con una serie de actuaciones previas que preparen el camino de una transformación más profunda y duradera de la estructura financiera, en los siguientes ámbitos:

a') *Presupuestario.* La Ley de Presupuestos y Reformas Tributarias, de diciembre de 1957, bus-

ca la suficiencia del sector público.

b') *Política monetaria y crediticia.* Sendos decretos leyes de junio y diciembre de 1960 abren la posibilidad de financiar a plazo superior a 90 días y establecen un marco inicial mínimo de instrumentos de política monetaria y financiera, con figuras tales como, los *plafonds* de crédito y coeficientes de reserva.

c') *Sistema financiero público.* La Ley de Entidades de Crédito a medio y largo plazo, de finales de 1958, reestructura la financiación de las Entidades Oficiales de Crédito, transformando el proceso de financiación directa a través de la Deuda Pública o del Banco de España en otro más correcto técnicamente, mediante la suscripción obligada por la banca privada de títulos emitidos por el Tesoro no pignorables —cédulas para inversiones—. También se contempla la mejora de la coordinación y gestión de las Entidades.

En definitiva, podríamos afirmar que es la primera vez que se regula el Crédito Oficial de forma global, ordenándolo como un subsistema financiero dependiente del sistema bancario privado a través de la asignación de recursos por coeficientes obligatorios, premisas estructurales que se han mantenido contra viento y marea hasta el momento presente.

2. El período de crecimiento acelerado: 1962-1977

a) Primer subperíodo: 1962-1971

El modelo económico que se impulsa en esta etapa pretende lograr una estructura industrial básica que sirva de base a un crecimiento sostenido que consiga elevar el nivel de vida de la sociedad española.

Para tal finalidad, la ordenación del sistema financiero es esencial, y en abril de 1962 se explicitan las bases de tal ordenación, que, como veremos, persiguen corregir los errores cometidos en períodos anteriores. Son las siguientes:

1. *Organización de las autoridades monetarias.* Se contempla de forma ortodoxa la constitución de la cúpula del sistema financiero, formalizándose un auténtico Banco central, por nacionalización del Banco de España, y, dentro de un marco de mayor autonomía, se le adscriben todas las funciones típicas de tal institución.

2. *Estímulo de la concurrencia y competencia.* Ambos objetivos se persiguen mediante el establecimiento del *acceso libre* y reglado al mercado financiero —ruptura del *statu quo*— y por el impulso a la *especialización financiera,* tanto en el campo de la financiación de la inversión industrial —Bancos Industriales y Entidades de Ventas a Plazo de Bienes de Equipo— como en el de Vivienda y Agricultura —Cajas de Ahorros y Cajas Rurales— y como en el estrictamente financiero —Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria.

3. *Neutralidad en la distribución de recursos.* Se busca una asignación de recursos no discriminatoria y una distribución del poder de decisión de la banca mixta, mediante la limitación de las adquisiciones de participaciones empresariales.

Las Bases propuestas en 1962 van desarrollándose con desigual fortuna e intención a lo largo de toda la década, y los resultados de aquel programa de intenciones son:

a') La ampliación de la concurrencia en el sistema bancario no se produce, porque la aplicación que la Administración hace de la discrecionalidad de autorización es la prohibición de hecho.

b') La especialización más ambiciosamente diseñada, la de la banca industrial, se desarrolla con la casi exclusiva participación de la propia banca mixta, lo que limita la competencia de principio.

c') Las limitaciones en la toma de participaciones industriales por la banca mixta no son suficientes, puesto que tal condicionante se elude a través de la creación de sociedades de cartera por los propios bancos o sus accionistas.

En resumen, el sistema bancario privado existente sigue siendo el núcleo básico y mayoritario de los desarrollos especializados del sistema financiero, y de las principales empresas reales del país.

Sin embargo, surge una línea inesperada de competencia dentro del sistema con el crecimiento pujante y sostenido de las Cajas de Ahorros, debido quizá al mejor ajuste de sus características propias —a) interés público y colectivo de su actividad; b) gran capacidad de captación de ahorro en ámbitos populares y territoriales; c) especialización en la financiación a medio y largo plazo— a los cambios acelerados que se producen en la estructura social.

Otra característica esencial del período es la que determina la política financiera intervencionista de adscribir recursos a precios ba-

ratos a los sectores prioritarios que se especifican en los planes de desarrollo. Los procedimientos técnicos utilizados para ejecutarla varían a lo largo del proceso, pasando de una instrumentación burda e inflacionista, como era la creación de «líneas especiales de redescuento automático» a la más coherente de los «coeficientes obligatorios», mediante los que se condiciona la inversión de una parte del activo de las entidades financieras.

Los resultados de esta política son importantes en cuanto al objetivo de crecimiento bruto de la economía en conjunto, aunque se producen de forma repetida desequilibrios sectoriales, principalmente en el sector exterior, que son superados de una u otra forma en el contexto de crecimiento mundial.

b) Segundo subperíodo: 1971-1977

Las primeras muestras serias de crisis del modelo económico se manifiestan más agudamente a comienzos de la década de los 70, con las referencias internacionales de todos conocidas. No obstante, en el sistema financiero español no se producen cambios sustanciales, ya que resulta difícil modificar los criterios económicos que informan la década desarrollista de los 60, cuando los poderes públicos que los impulsaron se mantienen, aun en franca decadencia.

El inicio de este período, desde el punto de vista financiero, puede situarse a mediados de 1971, con la promulgación de la Ley de Crédito Oficial que, al tiempo que racionaliza y coordina el sector financiero público, transforma la técnica de financiación privilegiada, desde el procedimiento del redescuento automático al de coeficientes obligatorios.

Ante la situación creciente de crisis económica del sector productivo, comienzan a hacer crisis las instituciones financieras especializadas —bancos industriales, instituciones de inversión colectiva, etc.— y la respuesta de la Administración, que sería el signo más significativo del período, es potenciar la «desespecialización», orientando a las instituciones hacia el sistema de banca universal, a través del mecanismo de eliminar los pasivos especializados, y de exacerbar la competencia a través de la estrategia de la apertura de oficinas.

Los resultados de tal proceso son acelerar la crisis en cadena de una serie de instituciones financieras —primero bancos industriales y posteriormente comerciales— que se va a manifestar notablemente en el período siguiente, al compás de la profundización de la crisis a nivel mundial y nacional.

En el ámbito de la política de financiación sectorial, lo más relevante es la revisión y perfeccionamiento de una serie de figuras del crédito a la exportación, como respuesta a las dificultades de nuestro comercio exterior, aunque la construcción del coeficiente sigue permitiendo que la mayor parte de la financiación sea para capital circulante y bienes de consumo.

En política monetaria, se inicia el camino de la formación de un Mercado Monetario que permita la ejecución de una política monetaria mínima, con la creación de instrumentos idóneos al respecto, como son: a) la fijación de coeficientes de caja a bancos y cajas de ahorros; b) la emisión de pasivos a corto del Tesoro y del Banco central —bonos del Tesoro y certificados del Banco de España—, y c) la concesión de créditos de regulación especial. No obstante, las transacciones más significativas se producen en el mercado interbancario.

En resumen, en este segundo subperíodo se pierde un tiempo precioso para efectuar una serie de ajustes reales y financieros, y, al final del mismo, nos encontramos con los clásicos problemas de la economía española agudizados: déficit público e insuficiencia presupuestaria, crecimientos de los índices de paro e inflación, desequilibrio exterior, estancamiento de la economía, y con un sistema financiero afectado por una crisis sin precedentes.

3. Período 1977-1983

A partir de 1977 se produce un cambio político de primera magnitud: la transición hacia un sistema de organización social democrático, que conlleva una variación profunda en la voluntad política de asumir los problemas económicos pendientes, y que se traduce en un cambio de filosofía respecto a las modificaciones a realizar en el sistema financiero.

Estas modificaciones se apoyan, en síntesis, en los siguientes criterios:

a) Libertad de precios financieros, tipos de interés y comisiones.

b) Reducción de los coeficientes obligatorios, como inicio del camino para su extinción.

c) Replanteamiento de la especialización financiera.

d) Ampliación del mercado financiero español al ámbito internacional.

e) Formalización de la titularidad y gestión colectiva de un importante subsector financiero: Cajas de Ahorros.

Este conjunto de criterios, que posteriormente analizaremos en concreto, representan una variación tan sustancial del período anterior que nos permite situar aquí el inicio del llamado período «reciente» de evolución del sistema financiero español.

III. LA EVOLUCION RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL 1977-1983

Se analiza la evolución en el tiempo de la normativa financiera por grupos de materias, con el objeto de especificar los subperíodos en que se decantan políticas económicas y financieras distintas, bien sea por la variación de la filosofía subyacente o de los objetivos a alcanzar.

1. El pre-período. 1.er semestre de 1977

Aun cuando el inicio del período a estudiar lo situamos en la mitad del año 1977, cuando se produce el acceso al poder del primer gobierno democrático y se explicitan una serie de criterios sobre la reforma del sistema financiero, desde el punto de vista de la realidad financiera es necesario tomar en consideración un conjunto de disposiciones promulgadas en la primera mitad del año que reflejan una sintomática toma de conciencia sobre futuros cambios institucionales.

a) Reforma institucional

En el Real Decreto-Ley 15/1977, de 25 de febrero «sobre medidas fiscales, financieras y de inversión pública», se establece el marco general de funcionamiento de las «sociedades de arrendamiento financiero» —*leasing*—, y se autoriza al gobierno para regular otras dos figuras institucionales: las Entidades de Financiación y las Sociedades de Garantía Recíproca. Todas estas instituciones van a desarrollarse en profundidad en los años siguientes.

Las Entidades de Financiación, en concreto, se configuran rápidamente (marzo de 1977), como intermediarios financieros no bancarios, aglutinando a las Entidades de Financiación de ventas a plazos de bienes de uso duradero, y en general, a un sinfín de entidades que financiaban al consumidor a extramuros del sistema bancario, con amplia capacidad operativa en el ámbito de las operaciones activas.

b) Política financiera

Se dan nuevos estímulos a la financiación de exportaciones a través de dos cauces: 1) La potenciación de los recursos que dentro del coeficiente de inversión de la Banca van a financiar la exportación —fijación de un subcoeficiente del 3 por 100, y subida del coeficiente del Banco Exterior al 30 por 100—. 2) La creación de la figura de «prefinanciación de la exportación de bienes de consumo, productos intermedios y primeras materias con pedido en firme», para complementar e ir sustituyendo la financiación de capital circulante.

2. Las primeras medidas del nuevo gobierno salido de las urnas. 2.º semestre de 1977

El primer grupo de acciones se orienta, con criterios de complementariedad, a dotar de mayor flexibilidad y racionalidad al sistema económico y a alcanzar los siguientes objetivos parciales:

- *Ordenación financiera del sector público* para graduar su influencia en las magnitudes financieras.
- *Flexibilización de los mercados financieros,* tanto por el lado de los precios como de las cantidades.

a) Ordenación financiera del sector público

El primer objetivo se trata de alcanzar —Real Decreto-Ley 35/1977, de 12 de junio, sobre Política Monetaria, y Real Decreto 3.161/1977, de 7 de noviembre, que desarrolla el anterior— cortando el acceso indiscriminado del Estado y organismos públicos a la financiación del Banco de España, y limitando su cuantía en función del tiempo, al ordenar las exigencias de amortización y reflejar las partidas de deuda consolidada en el Presupuesto.

b) La flexibilización de los mercados financieros

Se realiza a través de dos procesos complementarios:

1) La liberalización de tipos

de interés activos y pasivos. (Orden Ministerial de 23 de julio de 1977).

2) La reducción de los recursos de las Entidades Financieras adscritas a coeficientes obligatorios (Orden Ministerial de 23 de julio de 1977). Como medida complementaria en el proceso de restauración de la oferta y demanda de recursos financieros, se suprime la Junta de Inversiones, organismo ligado a la distribución administrativa de recursos a través de los coeficientes obligatorios (Real Decreto 2.227/1977, de 28 de julio).

Ambos grupos de medidas representan la piedra angular de la llamada «liberalización» y se corresponden con las teorías predominantes sobre el ajuste de la crisis económica, contradiciendo hábitos profundamente arraigados en la década de los sesenta.

c) La democratización de las Cajas de Ahorros

Se produce un importante cambio institucional, que afecta a la tercera parte del sistema financiero, con la regulación de los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros (Real Decreto 2.291/1977, de 27 de agosto).

Después de tibios intentos anteriores, se introduce un proceso democrático por el que, a partir básicamente de los impositores de la caja, se constituye la Asamblea General como órgano que ostenta la titularidad formal de la entidad. En los órganos de gestión real participan los impositores, como emanación de la Asamblea, el personal de la caja de ahorros, las personalidades relevantes de la zona de actuación de la institución y los representantes de las entidades fundadoras.

Con la perspectiva del tiempo transcurrido, y sin perjuicio de los obstáculos surgidos en su aplicación, puede afirmarse que esta reforma, por su propia naturaleza, fue una de las actuaciones más radicales del primer gobierno democrático, y viene a iniciar un proceso que en el futuro podría ser perfeccionado en su concepción teórica y práctica, para mejor conjugar la pureza en la representación social y la eficacia en la gestión.

d) La solvencia del sistema financiero

La crisis financiera creciente obliga al gobierno a hacer frente a las circunstancias estructurando un órgano mixto, Banco de España-instituciones de depósito privadas, que asegure los fondos depositados por terceros en estas últimas (Reales Decretos sobre Fondos de Garantía de Depósitos en Banca y Cajas de Ahorros de 11 de noviembre de 1977).

En este primer momento los Fondos se configuran como instituciones puras de aseguramiento, y se opta por la colaboración privada-pública como mejor manera de repartir los costes de afianzamiento del sistema.

e) Financiación de la pequeña y mediana empresa

Este tipo de política se plantea de forma muy modesta e indirecta, por la falta de cauces institucionales para aplicarla, a través de los procedimientos siguientes:

1. La aproximación del crédito al ámbito espacial (Real Decreto sobre regionalización de Cajas de Ahorros).

2. Incremento de los límites máximos de crédito de una serie de figuras incluidas en el coeficiente de préstamos de regulación especial de las Cajas de Ahorros (O. M. 25 de noviembre de 1977).

3. Política de redistribución del crédito entre grandes y pequeñas empresas (O. M. 25 de noviembre de 1977).

Las medidas no resultan efectivas por múltiples razones, entre las que pueden citarse: a) la realidad de la regionalización del crédito de las cajas supera a las exigencias de la norma; b) la elevación de límites individuales se contradice con la disminución del coeficiente global, y c) las dificultades de controlar la distribución del crédito.

3. 2.ª Etapa, 1978-1980. Las indecisiones y los problemas de aplicación de una filosofía

a) Liberalización de mercados

Comentábamos anteriormente que quizá el rasgo más significativo de la nueva política financiera fuera el proceso de liberalización de tipos de interés y la reducción de los coeficientes obligatorios (temas siempre enumerados de forma principal por los defensores de la liberalización), y es a través de los impulsos y vacilaciones sobre su aplicación como puede valorarse el estado de la pugna teórica sobre las ideas que la sustentan.

Los primeros efectos que produce la citada política, quizá apoyados por la situación económica general, es la disminución de la financiación a largo plazo y la subida de los tipos de interés, y estos resultados hacen surgir las

discusiones sobre la bondad de las medidas liberalizadoras, y obligan a la Administración a tomar medidas tendentes a asegurar la financiación privilegiada del crédito oficial —fijación de un límite mínimo al subcoeficiente de fondos públicos del coeficiente de inversión de la Banca, y redefinición del cómputo del subcoeficiente de cédulas para inversión de las Cajas de Ahorros (septiembre de 1978)—. La escalada de las tesis antiliberalizadoras continúa al amparo de las circunstancias, culminando, en abril y agosto de 1979, con la reducción del ritmo de decrecimiento de los coeficientes de inversión obligatorios de cajas de ahorros y bancos.

b) Política monetaria y financiera

La creación de los instrumentos adecuados para la ejecución de la política monetaria es un proceso lento pero constante que, como antes comentábamos, se inicia a comienzos de los 70 con el mercado de depósitos entre instituciones —interbancario— y se continúa con la creación de instrumentos idóneos —sucesivamente, Bonos del Tesoro, Créditos de Regulación Monetaria y Certificados de Depósito del Banco de España—. Los hechos más significativos del período son: a) el incremento acelerado de las cantidades contratadas en el mercado interbancario a partir de la entrada de la banca extranjera, y la moderada iniciación de los mercados monetarios estrictos, y b) la creación de un intermediario especializado en el mercado, las sociedades mediadoras, que tienen como objeto exclusivo la adquisición por cuenta propia de los activos típicos del mercado (junio de 1980) y su distribución entre instituciones financieras y particulares.

La creación de las sociedades mediadoras es un paso positivo en el terreno de la especialización financiera por mercados, ya que contribuye a tecnificar la gestión y a objetivar las condiciones de precios y cantidades contratadas a los niveles óptimos.

La política monetaria de control de las disponibilidades líquidas cumple actuaciones importantes de restricción de la liquidez interior, mediante la imposición de un pseudocoeficiente de caja —depósitos remunerados en el Banco de España en porcentaje de hasta 3 puntos (enero y abril de 1979)—, y de la exterior, a través de la implantación de depósitos obligatorios a la entrada de divisas por obtención de créditos exteriores (abril 1979).

Estas medidas, que tienen su origen en criterios autónomos y distintos de las de moderación de la reducción de coeficientes, se toman al mismo tiempo, por lo que se crea una situación de ambigüedad y confusionismo respecto a las pautas de partida que orientan al gobierno al asumirlas.

c) Reforma institucional

1. La ampliación de la concurrencia

Es de gran significación, como expresión de la filosofía liberalizadora, la ampliación del mercado financiero español que se produce con el Real Decreto sobre Banca Extranjera, en julio de 1978, que, si bien es cierto que tiene restricciones operativas importantes, representa un gran avance en la aplicación de unos criterios de apertura del mercado, ya programáticos desde 1962. Posteriormente, su aplicación, en lo que respecta a la entrada de entidades ha sido generosa, con lo que se han ampliado los efectos de la competencia en la prestación de servicios financieros del sistema.

2. Especialización financiera

La línea teórica que defiende el desarrollo de la especialización financiera a nivel institucional cumple en este período pasos importantes de consolidación y perfeccionamiento.

a) Se desarrolla pormenorizadamente la normativa de las Entidades de Financiación, sentando las bases para la reordenación gradual del sector, y la inclusión de nuevos intermediarios no bancarios (O. M. 14 de febrero de 1978).

b) Se configura el Estatuto Jurídico y Financiero de las Sociedades de Garantía Recíproca, sociedades de aval mutuo entre empresarios que pretenden contribuir a satisfacer la carencia de garantía que para la obtención de créditos sufre el pequeño y mediano empresario (Real Decreto 1.885/78, de 26 de febrero y Ordenes Ministeriales de desarrollo de 12 de enero de 1979).

c) Se establece un auténtico Estatuto Financiero para las Cooperativas de Crédito y Cajas Rurales, en base a normas objetivas sobre acceso al mercado, registro oficial, coeficientes obligatorios, información e inspección, similares a las del resto de los intermediarios financieros. Se intenta una democratización del sistema a través de la nueva constitución de Asambleas Generales, pero resulta fallido porque el Tribunal Supremo suspende la disposición (Real Decreto 2.860/78, de 3 de noviembre). El desarrollo

se realiza en febrero y junio de 1979, previa suavización de aquellas finalidades.

Un segundo desarrollo se produce durante 1980 para los aspectos típicos de la legislación financiera, como son los de:

a') Información financiera (marzo).

b') Apertura de oficinas (julio).

c') Coeficientes obligatorios (diciembre).

Hacia el final del período —junio de 1980— se promulga la Ley de Organos Rectores del Banco de España, donde se reafirma la autonomía del Banco desde el punto de vista funcional, ejecutor de la política monetaria, y orgánico, independencia en el nombramiento del Gobernador y Subgobernador, y se ponen las bases para futuros desarrollos de su autonomía.

3. *Ordenación de mercados financieros*

En el camino de la puesta a punto de los mercados primarios y secundarios de valores mobiliarios se plantean varios tipos de acciones escalonadas:

a) La renovación de la legislación existente sobre emisión de títulos de renta fija, que data de 1961, con la generalización para cualquier emisor de las posibilidades de lanzamiento al mercado, y con la exigencia de una información pormenorizada —folleto— de las condiciones económicas y financieras del emisor (Real Decreto 1.851/1978, de 10 de julio y Orden Ministerial de desarrollo de 27 de diciembre de 1978).

Posteriormente, se amplían las exigencias de información a las emisiones de títulos valores en general, siempre que deseen cotizar en mercados oficiales.

b) Regulación de las condiciones de las ofertas públicas de adquisición de valores, con la finalidad de proteger los derechos de los accionistas minoritarios.

c) Redefinición de las condiciones de la cotización calificada, permitiendo la calificación provisional inicial, que es confirmada si se cumplen determinadas condiciones de cotización en el mercado secundario.

d) Orientación de las transacciones hacia precios de mercado, mediante la regulación de los procedimientos de recepción de órdenes y aplicación de las mismas en los mercados secundarios.

e) Configuración restrictiva de la figura del crédito-comprador, a través de la refinanciación del Banco de España y ejecución y control por las juntas sindicales de las Bolsas.

Este bloque de disposiciones son de 5 de septiembre de 1980 y órdenes de desarrollo de abril de 1981.

Este grupo de disposiciones tiene diversa justificación teórica y fortuna en su aplicación. Es indudable la importancia de las referentes a una información normalizada similar a la que se exige en el resto de los países de la OCDE, pero no sucede lo mismo con las modificaciones en la cotización calificada, que con el paso del tiempo se ha transformado en un mecanismo artificial de contratación por las entidades, y que además tiene beneficios fiscales adscritos. La aplicación de las cautelas sobre «ofertas públicas de adquisición» y sobre «órdenes y aplicaciones» de transacciones tampoco ha dado los resultados buscados.

d) Solvencia del sistema financiero

Las exigencias de la evolución de la crisis financiera obligan al reforzamiento de la capacidad de control del Banco de España sobre los órganos de gestión de las entidades financieras, permitiéndole la suspensión o intervención de la acción de los mismos (Real Decreto-Ley 5/70, de 6 de marzo).

En el mismo sentido, hay que entender el perfeccionamiento del Fondo de Garantía de Depósitos de la Banca, al que se dota de personalidad jurídica y se le posibilita para el ejercicio de importantes funciones complementarias del aseguramiento de depósitos, como la adquisición, saneamiento y posterior venta de entidades bancarias.

Como posteriormente la realidad ha demostrado, este cambio de criterio fue transcendente en la dirección y enfoque de la crisis, ya que permitió la ordenación de una parte importante del sistema bancario.

e) Política financiera sectorial

Lo más destacable es la formulación de un Plan Trienal de Vivienda, que incorpora matices reales y financieros importantes.

En el aspecto real es reseñable la propia concepción de la ejecución de un Plan a plazo en un sector de alto componente de necesidades sociales.

En el aspecto financiero, institucionaliza la forma del compromiso voluntario —convenios— para allegar recursos a precios inferiores al mercado, como mecanismo sustitutivo de la financiación a través de coeficientes obligatorios, y configura la aporta-

ción de recursos como colaboración conjunta de intermediarios financieros públicos y privados.

Las posteriores experiencias sobre la aplicación del Plan orientarán sobre la vigencia de sus consecuciones reales y financieras.

4. Tercera Etapa, 1981-1983

a) Liberalización financiera

El período se inicia con un significativo reforzamiento de las posiciones liberalizadoras —Orden Ministerial de 17 de enero de 1981— en los siguientes aspectos:

a) Práctica liberalización de todos los tipos de interés activos y pasivos.

b) Reforzamiento del ritmo de disminución de los coeficientes obligatorios.

c) Establecimiento de coeficientes de financiación a medio y largo plazo a precios libres.

d) Liberalización controlada de la distribución de dividendos bancarios.

Las acciones a) y b) representan la continuación de los proyectos de 1977, complementadas con la implantación de coeficientes de financiación a largo plazo a precios de mercado, que tratan de obviar las conocidas dificultades de la escasez de financiación a largo plazo. Esta solución es coherente con el respeto al mercado en la distribución de los recursos, y con el criterio de que las financiaciones a precios inferiores deben subvencionarse con cargo al Presupuesto.

El tema de la liberalización de los dividendos bancarios era una exigencia obvia desde hacía décadas.

b) Política monetaria

Se introducen nuevos instrumentos en el mercado monetario, los pagarés del Tesoro y los certificados de regulación monetaria (que vienen a sustituir a los bonos del Tesoro y los certificados de depósitos del Banco de España). El hecho más significativo del período es la multiplicación cuantitativa del mercado, producida por varios motivos: a) la entrada en funcionamiento de las sociedades mediadoras en el mercado del dinero; b) el crecimiento del déficit del Tesoro, y c) los excedentes de liquidez de las instituciones financieras. Todo ello da lugar a la intensa utilización de los nuevos instrumentos y contribuye a generalizar y consolidar el mercado monetario en el sector financiero español.

c) Política financiera sectorial

La política financiera sectorial más relevante sigue siendo la de financiación de la exportación, a la que se da en 1982 un importante impulso hacia finalidades ya antiguas: a) ampliación de los recursos destinados al crédito a la exportación; b) diversificación de instituciones financiadoras, y c) selección de las finalidades del crédito hacia el medio y largo plazo y bienes de equipo.

Estas finalidades se consiguen por dos procedimientos:

a) La fijación de subcoeficientes de financiación de bienes de equipo dentro del coeficiente de inversión (Ordenes ministeriales de 14 de abril de 1982).

b) La subvención de tipos de interés a las entidades financieras, que realiza el ICO por un diferencial que representa la diferencia entre el coste de los recursos y los tipos de interés a la exportación fijados legalmente (Real Decreto Ley 6/82, de 2 de abril, Real Decreto 2557/82, de 10 de octubre).

d) Reforma institucional

El cambio institucional es escaso en este período, desarrollándose únicamente aspectos accesorios de la gestión y control financiero de las entidades a través de las exigencias de información financiera para bancos, cajas de ahorros y entidades de financiación.

A mediados de 1982 se pretende impulsar el sistema de avales mutuos, que está resultando un fracaso por falta de dimensión de las sociedades de garantía recíproca, con la creación de sociedades de reafianzamiento y con la participación de la Sociedad Mixta del Segundo Aval del Estado en las mismas, mecanismos que pretenden amplificar y difundir el volumen de operaciones del sector y distribuir el riesgo.

La única novedad estricta en este campo es la conformación de un mercado hipotecario, que se diseña como un modelo típico de financiación sectorial (Ley 2/1981, de 25 de marzo, y Real Decreto 685/82, de 15 de marzo).

Sus finalidades son las de estimular la concesión de créditos con garantía hipotecaria a medio y largo plazo para inversiones en general, y para vivienda en particular. Se crean instrumentos de captación de recursos —cédulas, bonos y participaciones hipotecarias con características técnico-financieras muy avanzadas; se configura un intermediario espe-

cializado, las sociedades de crédito hipotecario, para dinamizar la actividad del mercado, y se estructura el mercado secundario con fondos de regulación de precios, en los que participan los emisores y que tratan de conseguir una perfecta liquidez de los títulos. Complementariamente, se diseña un completo sistema de seguridad del mercado —sistema de tasación— y se eliminan importantes obstáculos para la circulación de los títulos —exención de impuestos indirectos y no obligatoriedad de la intervención de fedatario.

e) Seguridad y solvencia

En este período se producen significativas crisis bancarias a las que el Fondo de Garantía tiene que hacer frente, y que son solucionadas con peor o mejor fortuna, y se plantean problemas muy concretos de crisis de instituciones que captan recursos y no están debidamente controladas —Fidecaya—, y de otras registradas, pero sin fondo de aseguramiento, como las cooperativas de crédito.

Los problemas que surgen de estos hechos determinan la extensión del sistema empleado para la Banca a las Cajas de Ahorros y cooperativas de crédito, dando personalidad y reforzando el Fondo de Garantía, ampliando la posibilidad de refinanciación del Banco de España, y ampliando las funciones de intervención del Fondo.

Puede manifestarse que con estas disposiciones se culmina una etapa en el desarrollo de los procedimientos de aseguramiento de los recursos de ahorro aportados al sistema financiero, y comienza otra en la que habrá que reflexionar sobre:

a) La ampliación o no del sistema a otros intermediarios.

b) La configuración de fondos privados de aseguramiento.

c) La postura pública en el reajuste de los diversos subsectores financieros.

5. Resumen del período

La evolución en este período «reciente» del sistema financiero español nos muestra que se han producido logros y cambios enormemente significativos, y que prueban «a posteriori» su autonomía y diferenciación respecto a otras etapas de la evolución.

Los cambios más relevantes alcanzados son:

a) La libertad casi total de los tipos de interés activos y pasivos.

b) La notable reducción de los circuitos privilegiados de crédito.

c) La consolidación del mercado monetario.

d) La profundización, a pesar de las contradicciones, en el proceso de la especialización financiera.

e) La formulación de un sistema de seguridad y solvencia del sistema financiero que permitió la administración de la crisis.

f) Al lado de objetivos cumplidos se mantienen otros que no se pudieron alcanzar, y surgen nuevos objetivos que las exigencias de la realidad imprevisible imponen y que motivan las reflexiones siguientes.

IV. UNA MIRADA AL FUTURO

La llegada al poder del gobierno socialista, a finales de 1982, abre una serie de interesantes expectativas sobre la forma de orientar la reforma del sistema financiero desde su actual encrucijada, a medio camino de un proceso de liberalización, y en una situación de crisis y reajuste económico sin precedentes. Las líneas de reforma, cualesquiera que sean, deberán compaginar los criterios ideológicos sobre la transición del sistema financiero con la superación de los defectos técnicos que impiden una eficaz distribución de los recursos generados por la economía.

La evolución de 1983

El ejercicio 1983 se inicia con una herencia de situaciones antiguas y repetidas que va a condicionar de forma esencial el marco de su evolución financiera:

- El déficit del sector público, con las dificultades que lleva implícitas su financiación ortodoxa.
- Los desequilibrios de la balanza de pagos, reflejo de la evolución negativa de nuestra concurrencia económica con el exterior.
- Un ritmo de inflación superior al de los países competidores en el mercado mundial, que obliga al ejercicio de una política monetaria restrictiva.
- Graves desequilibrios en el sector productivo, que determinan necesidades de recursos financieros importantes en condiciones distintas del mercado.

La política monetaria

La resolución de cada uno de estos problemas plantea obstáculos y condicionantes al resto, aunque, finalmente, el determinante en última instancia es el objetivo de crecimiento de los medios de pago del sistema para controlar la inflación.

Este ha sido el primer objetivo que se ha perseguido con ahínco durante 1983, y que puede afirmarse que se ha conseguido.

El déficit exterior ha influido en la política monetaria para mantener un tipo de interés nacional no alejado del tipo de interés mundial, con la finalidad de no entrar en una zona peligrosa de escasez de reservas, mecanismo que, si reforzaba la política antiinflacionista, era contrario a la potenciación de la inversión y el empleo, y a la política financiera sectorial de tipos diversificados.

El déficit público acumulado venía financiándose directamente por el Banco de España, y las necesidades de control monetario exigían una actuación de drenaje de recursos del sistema financiero, que se realizaba a través del coeficiente de caja y depósitos remunerados, o de la colocación mediante subastas en el mercado monetario de los certificados de regulación monetaria. A través de este procedimiento, ayudado por la debilidad de la demanda privada de crédito y por la fijación de tipos de interés artificialmente altos, en ocasiones por motivos de balanza de pagos, se ha colocado en las carteras bancarias un volumen de estos activos monetarios, que en septiembre de 1983 pasaban del billón de pesetas.

A lo largo de 1983 se aborda una política más ortodoxa de financiación del déficit, sustituyéndose la financiación del Banco de España por la emisión de títulos de deuda diversificados (pagarés del Tesoro, principalmente, pero también deuda amortizable, bonos, etc.), a corto, medio y largo plazo, destinados al mercado interior y exterior.

Al no estar consolidada una estructura financiera propia que sirva de red de colocación en el mercado, que es la forma más ortodoxa para su financiación, se reducen las alternativas de financiación al Banco de España y al sistema financiero, de forma obligada o pactada.

El resultado final de este planteamiento ha sido la fuerte subida del coeficiente de caja y la reestructuración de su composición, que contiene una parte retribuida, con la finalidad de ser neutral en aspectos de rentabilidad, en la que inicialmente se incluyen los certificados de regulación monetaria, que posteriormente serán sustituidos por pagarés del Tesoro a tipos de interés inferiores más acordes con las posibilidades del Tesoro y el nivel natural de tipos de interés nacionales.

Se ha producido también una elevación, anecdótica en un caso (0,5 para financiar las inundaciones del País Vasco), y prolongación de la operación anteriormente expuesta de financiar el déficit público (3,5 por 100), en los coeficientes de inversión de la Banca y de fondos públicos de las Cajas de Ahorros.

Las elevaciones en estos coeficientes de inversión, originadas por la aplicación de la política monetaria y la financiación del déficit, desfiguran su sentido teórico, como coeficiente que se utiliza para adscribir recursos baratos

ORGANIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

«La autoridad en materia monetaria y de crédito corresponde al Gobierno, el cual señalará al Banco de España y a los diferentes organismos de crédito, a través del Ministro de (Economía y) Hacienda, las directrices que hayan de seguirse en cada etapa...» (Ley de Bases de 1962).

Como *órgano ejecutivo*, está, en primer lugar, el Banco de España (ver recuadro «Organización y funciones del Banco de España»), que tiene a su cargo la supervisión de los principales intermediarios financieros: el sistema bancario, integrado por la banca privada, las cajas de ahorros y las entidades de crédito cooperativo. Dependen también de él las entidades de financiación de ventas a plazos de bienes de equipo y las sociedades mediadoras en el mercado de dinero.

Comparte el Banco de España con la Dirección General de Transacciones Exteriores (integrada en la Secretaría de Estado de Comercio) las competencias relativas al control de cambios, heredadas del desaparecido Instituto Español de Moneda Extranjera; y con el Instituto de Crédito Oficial (dependiente del Secretario de Estado de Economía y Planificación) determinadas atribuciones sobre el Banco Exterior de España.

El Instituto de Crédito Oficial tiene a su cargo, además, las entidades oficiales de crédito, de las que es el principal proveedor de recursos.

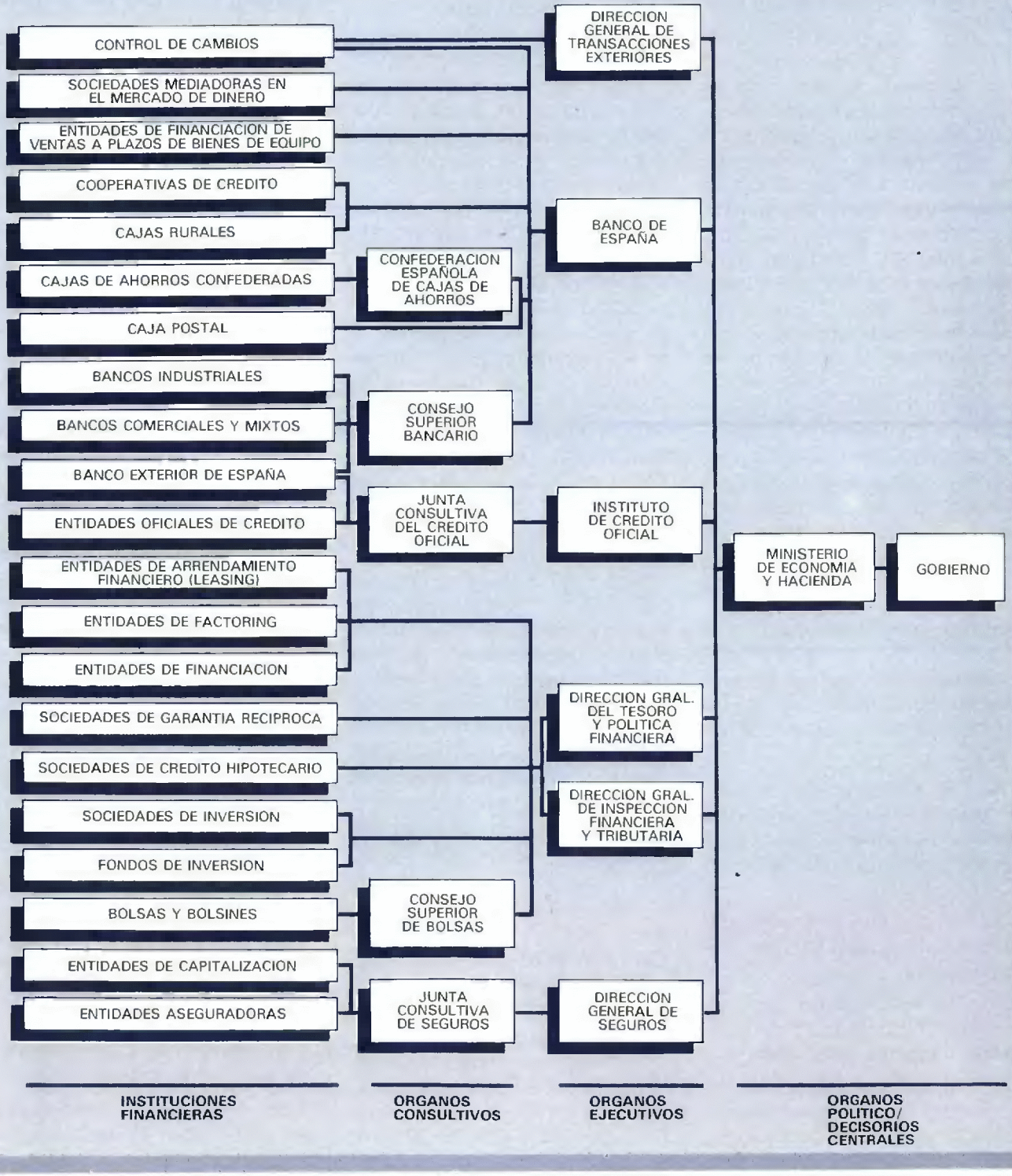
Las competencias de la antigua Dirección General de Política Financiera están ahora distribuidas entre la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (integrada en la Secretaría de Estado de Economía y Planificación) y la Dirección General de Inspección Financiera y Tributaria (integrada en la Secretaría de Estado de Hacienda). Han pasado a esta última las funciones relativas al control e inspección de las entidades de financiación, arrendamiento financiero y *factoring*, las sociedades de garantía recíproca y de crédito hipotecario, las entidades de inversión colectiva (sociedades y fondos de inversión mobiliaria) y los mercados de valores. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera mantiene las competencias relativas a la normativa y capacidad sancionadora de estas instituciones.

La nueva regulación del coeficiente de caja prevé que el Banco de España controle y supervise su cumplimiento por parte de las sociedades de crédito hipotecario y de las entidades de financiación.

Finalmente, la Dirección General de Seguros (integrada en la Secretaría de Estado de Economía y Planificación) tiene a su cargo las entidades aseguradoras y las de capitalización.

Como *órganos consultivos* deben citarse el Consejo Superior Bancario, para la banca privada; la Confederación Española de Cajas de Ahorros, para las cajas de ahorros; el Consejo Superior de Bolsas, para el mercado secundario de valores; y, en materia de crédito oficial y de seguros, las correspondientes Juntas Consultivas.

Completan el reparto de competencias y responsabilidades, las atribuciones que, sobre cajas de ahorros y entidades de crédito cooperativo, han asumido la mayoría de las Comunidades Autónomas.



para la financiación de inversiones en sectores básicos de la economía nacional, y vienen a establecer una importante confusión en la ordenación teórica del sistema. Hubiera sido preferible incluir los incrementos en un coeficiente de liquidez, complementario del de caja.

El desarrollo financiero de las Comunidades Autónomas, con la promulgación por la mayoría de ellas de normas que contienen sus competencias sobre Cajas de Ahorros y, en casos muy concretos, de cooperativas de crédito y Cajas Rurales y sociedades de garantía recíproca. Se ha iniciado, igualmente, el ejercicio de sus políticas financieras autónomas, con la posibilidad de calificación de emisiones y el desarrollo de aspectos de financiación de las pequeñas y medianas empresas en los porcentajes que les corresponden del coeficiente de fondos públicos y del coeficiente de préstamos de regulación especial de las Cajas de Ahorros.

Solvencia y Seguridad

Se ha confirmado el reforzamiento de la solvencia y seguridad del sistema financiero a través de:

a) Regulación del incremento de dotación mínima a reservas de los excedentes de las Cajas de Ahorros, en proporción a los recursos propios.

b) El incremento de los capitales mínimos de las Entidades de Financiación.

c) El saneamiento, por un procedimiento de excepción, del grupo bancario de Rumasa.

d) El saneamiento del sector de Cajas Rurales a través de un método, igualmente excepcional, aun con un sentido de cambio institucional profundamente distinto (asociación con el Banco de Crédito Agrícola).

Política financiera sectorial

Las actuaciones más relevantes han sido: a) la formalización de un marco jurídico para realizar la reconversión y reindustrialización de los sectores básicos desequilibrados, principalmente siderurgia y astilleros (Real Decreto Ley 8/1983, de 30 de noviembre), que, desde el punto de vista financiero, plantea los recursos presupuestarios y financieros para su ejecución; b) La elaboración de un Plan Cuatrienal de Construcción de Viviendas, con importantes innovaciones sobre el Plan Trienal anterior —integración del procedimiento subvencionador de intereses según la clase social del adquirente, cuotas crecientes de amortización, diversificación de los objetivos de rehabilitación de vivienda y alquileres—, y con la colaboración básica de los agentes financieros (principalmente las Cajas de Ahorros y el Crédito Oficial), que viene a cumplir la importante función de asegurar unos niveles mínimos de actividad y empleo en un sector básico para el funcionamiento del sistema (Real Decreto 3280/1983, de 14 de diciembre).

Concurrencia internacional

Continúa el proceso de expansión financiera internacional, con la configuración de un marco formal para la iniciación de este proceso por las Cajas de Ahorros (Real Decreto 3291/83, de 9 de noviembre), que venga a completar su vocación regional mediante la prestación de mayores servicios a su clientela exportadora y la obtención de recursos financieros para inversiones en el territorio de su actividad.

Resumen

En resumen, la política financiera de 1983 ha estado orientada esencialmente por la aplicación de una política monetaria antiinflacionista y por la financiación y refinanciación de un elevado déficit público.

El cumplimiento de estos objetivos ha influido de forma importante en la variación de criterios de evolución del sistema financiero, acuñado en un pasado reciente, respecto a los coeficientes obligatorios que posteriormente comentaremos, y puede llegar, si el proceso continúa, a poner en tela de juicio la compatibilidad de la política monetaria restrictiva con la realidad de un elevado déficit público financiado a través de coeficientes en el sistema financiero.

V. PROBLEMAS ACTUALES DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

El repaso de las ineficacias y necesidades propias del sistema financiero nos aproximaría a la siguiente lista:

a) Ineficacia y dependencia del sistema financiero público.

b) Indefinición y ambigüedad en la definición de las funciones

de los subsectores financieros que realizan banca universal o especializada.

c) Sistema de financiación prioritaria, sectorial y territorial, no acorde con el funcionamiento de un sistema financiero moderno. Complementariamente a este sistema, habría que organizar la financiación a medio y largo plazo de la economía.

d) Reforzamiento de la internacionalización del sistema financiero español, e incremento de su grado de coordinación.

e) Inexistencia de una organización que facilite la financiación de la pequeña y mediana empresa, al tiempo que oriente su actuación.

f) Falta de delimitación de las competencias normativas y ejecutivas entre el Estado y las autonomías en el sistema financiero, contemplando la organización como un todo en funcionamiento.

g) Necesidad de reformas técnicas para conseguir una información integral y coordinada del sistema financiero, así como la mejora en su solvencia y seguridad, de acuerdo con los intereses públicos.

1. Criterios para una posible solución

La resolución de los problemas que tiene planteados el sistema financiero español pasa por una serie de acciones que podemos ordenar de la siguiente manera:

a) La reforma del sistema financiero público

Esta actuación es la más urgente y de mayores efectos, ya que condiciona e influye de forma importante en la reforma liberalizadora del sistema financiero privado.

Los criterios básicos que deben orientar la reforma son:

a) Establecimiento de la libre concurrencia en el mercado con las entidades privadas y, por tanto, de la libre competencia en la captación y distribución de recursos.

b) Coordinación global de las diversas instituciones de organismos financieros del sector público bajo una única dirección, constituyendo una estructura financiera completa —grupo financiero— con instituciones especializadas en todos los sectores y territorios.

c) Utilización del sistema como instrumento esencial para la ejecución de la política financiera pública, con estructura diferenciada, o no, de tipos de interés, pero dentro de los mecanismos del mercado.

El proyecto debería realizarse en un plazo suficiente para que las entidades financieras públicas actuales hayan alcanzado el nivel de adecuada eficacia en la gestión, y durante el que se produzca la sustitución de la captación de recursos vía coeficientes obligatorios por la de captación en el mercado libre.

b) Reforma del sistema financiero privado

1) Concurrencia y competencia

Los proyectos de reforma en el área del sistema crediticio privado pueden estar orientados por finalidades contrapuestas. Tratar de lograr un sistema constituido por un pequeño número de grandes instituciones de banca universal que realicen todas las funciones del sistema, o, por el contrario, buscar un sistema cuya estructura esté constituida por una variedad de instituciones de banca universal y de intermediarios especializados por sectores y territorios. Creemos que solamente un sistema que admita la concurrencia a nivel de diferentes dimensiones, de distintos sectores de actividad, y de distintas instituciones financieras, puede alcanzar una auténtica competencia, y por tanto, una existencia eficaz.

En resumen, creemos que la liberalización en este terreno debe pasar por la competencia entre universalidad y especialidad, sin que por el lado de la Administración deba potenciarse ningún ámbito sino explicitar un contexto de neutralidad.

Bajo estos criterios, la estructura del sistema financiero español sería tal como aparece en el esquema adjunto (pág. 74).

2) Política Económica y Financiera

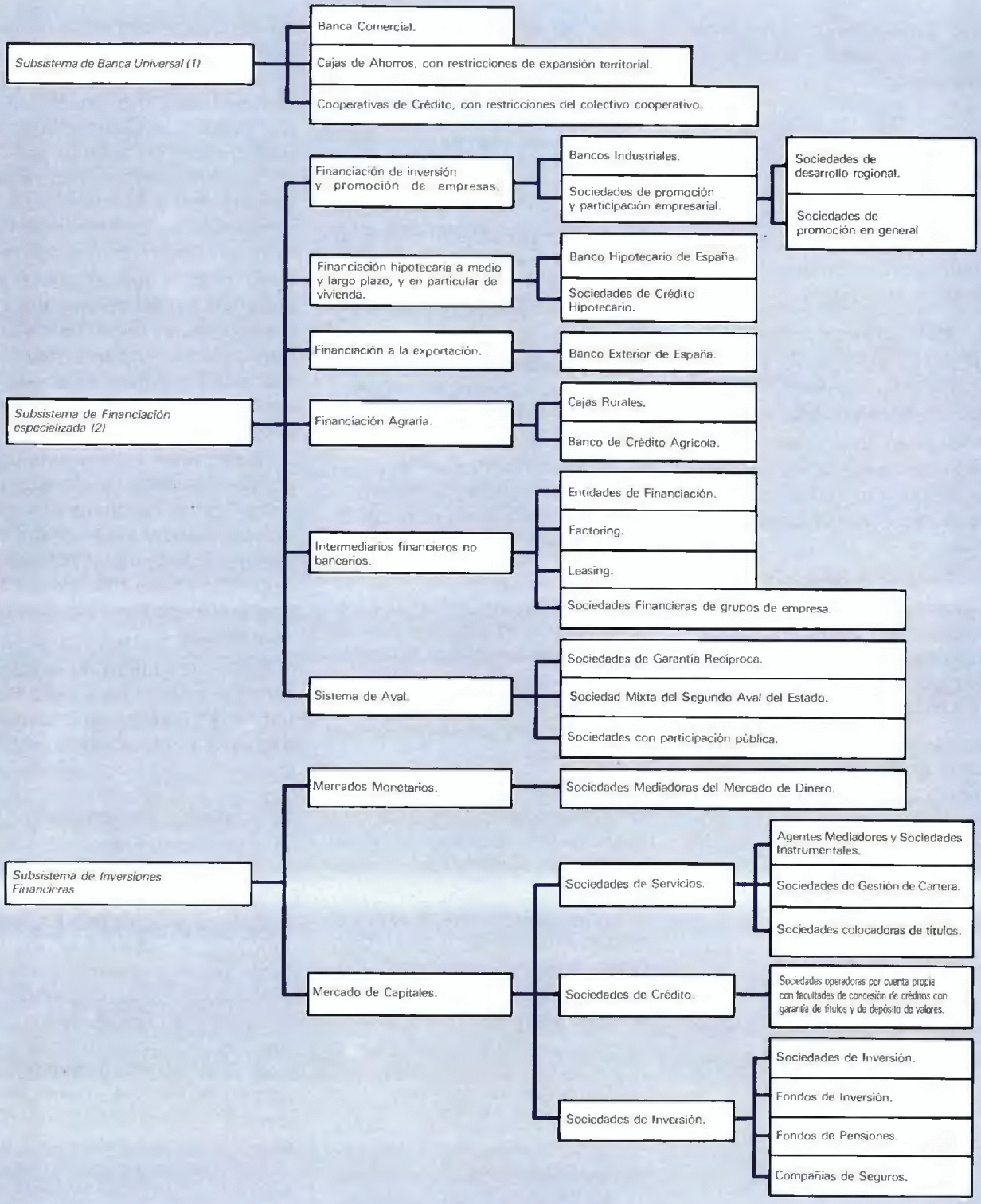
Los caminos de la reforma en este terreno, que ya están en marcha o se han realizado, son los siguientes:

1. Política monetaria. Mercado monetario.

a) Aproximar o unificar los comportamientos —tipos de interés— de los activos del Banco de España y del Tesoro para las intervenciones por motivos de control de la masa monetaria.

b) Objetivar el acceso al mercado de las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y potenciar y ampliar su funcionamiento.

ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL



(1) En estos subsistemas cada entidad puede elegir libremente, y de acuerdo con la eficacia, su vocación funcional o territorial, aunque lógicamente las exigencias de dimensión serán las mayores del sistema, en correspondencia con la posibilidad de efectuar todo tipo de función financiera.

(2) Se reflejan únicamente los intermediarios especializados de cada sector.

Para cada uno de estos subsistemas podría o debería existir un intermediario especializado que competiría con las Instituciones de Banca Universal y con el Sistema Financiero Público.

Financiamiento de la Deuda

Estructurar una política autónoma de financiación del déficit público a largo y medio plazo, que sea competitiva en los mercados de ahorro de particulares y empresas. Este objetivo llevaría implícita la utilización de redes propias de colocación.

Coeficiente de reserva

a) Establecimiento de un coeficiente único de caja, generalizable a todos los intermediarios financieros, y en el que se computen todos los pasivos que influyen en la multiplicación del crédito.

b) Nueva definición de activos incluíbles en el coeficiente, considerando los depósitos retribuidos y los activos del mercado monetario.

c) Fijación diversificada de porcentajes en función de las características de los pasivos y de su plazo de maduración.

d) Diseño de un esquema complementario del coeficiente que, instrumentado en función del ritmo de variación de pasivos, compense automáticamente los movimientos desequilibradores de las disponibilidades.

A la vista de la evolución de los acontecimientos durante 1983, la reforma teórica introducida en el coeficiente de caja es coherente con los criterios aquí expuestos, aunque su elevada cuantía, en relación con la generación de los recursos del sistema financiero, puede llevar a replantearse los objetivos de la política monetaria, ya que el déficit no es fácil reducirlo a corto plazo, hacia una mayor flexibilización, complementando la política antiinflacionista con otras actuaciones reales.

En todo caso, es de suponer que, a medio plazo, una vez corregidos los desajustes de la economía española, el coeficiente se reduzca a términos normales (por debajo del 10 por 100).

El planteamiento de la política de financiación de la deuda durante 1983 ha sido teóricamente adecuado, buscando una diversificación en los plazos, tipos de títulos, fuentes de financiación, etc. Aunque su aplicación se ha resentido de la inexistencia de una red adecuada para su colocación competitiva en el mercado, que además es la actuación más coherente con la política monetaria.

Aquí hay que recordar el primer principio necesario de la reforma del sistema: la articulación competitiva del sistema financiero público, cambio estructural que es básico para posteriores cambios operativos, como el de la colocación de la deuda, y para que la evolución del sistema financiero se oriente por los cauces adecuados hacia un sistema moderno.

2. *Política Financiera*

La financiación sectorial

Los sectores de la economía nacional de alta producción social, que por sus especiales características no pueden competir a los precios generales del sistema financiero, podrían ser financiados, previa elaboración de los planes correspondientes, con cargo a coeficientes obligatorios del mismo nivel para cada intermediario, y con cierta flexibilidad de elección en la inversión por sectores, de acuerdo con la especialización de la institución.

En líneas generales, podrían incluirse los sectores de vivienda, agricultura, exportación e industrial (reconversión e innovación).

El nivel final razonable de este coeficiente de política financiera no sería superior al 10 por 100 de los pasivos de los intermediarios financieros privados, y, en todo caso, debe evolucionar de acuerdo con las posibilidades de financiación de los mismos por el sistema financiero público.

A propósito de las últimas actuaciones de incrementar los coeficientes de inversión para financiar el déficit público a través de la suscripción de pagarés del Tesoro, habría que insistir en que la naturaleza de estos coeficientes es la de financiar inversiones a largo plazo en sectores básicos para el desarrollo económico, es decir, son típicos coeficientes de financiación sectorial, y no conviene utilizarlos por motivos de política monetaria.

El núcleo central del razonamiento, ya repetido, es que la financiación del déficit debe realizarse por la colocación de títulos en el mercado, de forma autónoma y a través de la propia estructura financiera estatal, lo que daría lugar a que la política monetaria restrictiva repercutiera en el sistema financiero en su punto adecuado, es decir, en el incremento de disponibilidades de las entidades financieras, y no congelando o adscribiendo el mayor incremento de las disponibilidades por incrementos de los coeficientes, política que tiene su límite evidente al restringir la actividad propia de los intermediarios financieros.

Financiación a medio y largo plazo

Siendo uno de los defectos más notables del sistema financiero español la escasez de financiación a largo plazo, durante la transición hacia una financiación especializada sectorial que cubriera es-

ta necesidad habría que mantener cautelas sobre las instituciones de banca universal para la realización de estas funciones a través de coeficientes a precios libres. Para la banca privada podrían oscilar entre un mínimo del 10 por 100 y un máximo del 20 por 100; y para las cajas de ahorros entre un mínimo del 25 por 100 y un máximo del 50 por 100.

A este coeficiente deberían trasladarse inicialmente, las partidas incluidas en los coeficientes obligatorios de bancos y cajas de ahorros que se financian actualmente a precios próximos al mercado.

3) Reforma del ámbito institucional

A) Subsistemas de banca universal

1. Banca Comercial

Las actuaciones en este ámbito podrían ser:

a) Acceso al mercado y expansión

Deben potenciarse las tendencias hacia el ajuste a una dimensión empresarial idónea —que cada día va a ser más rápido debido a la tecnificación de un importante número de operaciones de gestión— por dos caminos:

a') Estimulando la creación de conglomerados de influencia internacional, bien sea por fusiones y absorciones, o bien, por acuerdos de colaboración entre los grandes bancos nacionales.

b') Incentivar a las entidades de dimensión mediana y pequeña para que diversifiquen sus servicios por el tejido económico a escala local y regional.

Estos objetivos podrían llevarse a cabo con una flexibilización de las exigencias de acceso al mercado en función del ámbito espacial, y por la posibilidad de movilización de oficinas operativas de unos a otros intermediarios, y a los nuevos empresarios que accedan al mercado.

El aumento del grado de internacionalización de nuestra economía debe llevar consigo la modificación de las condiciones operativas de la banca extranjera para igualarlas a la de los bancos nacionales, y el impulso coordinado de la acción financiera bancaria en el exterior.

b) Coeficientes obligatorios

Las precisiones hechas anteriormente abren nuevas expectativas de actividad, a medio plazo, ya que, conectado con la reforma del Crédito Oficial, se producirá un trasvase de financiación a precios privilegiados a otras financiaciones a medio y largo plazo a precios libres.

c) Actividad operativa

Alcanzado un gran nivel de libertad en la normativa de instrumentación financiera, los cambios más relevantes se producirán por la propia dinámica de la técnica financiera. Debe producirse una auténtica revolución por el lado de los pasivos ofrecidos a los ahorradores, de tal manera que el depósito no sea el producto casi exclusivo, sino que cada ahorrador pueda elegir entre múltiples alternativas de pasivos que se acomoden a sus necesidades —supermercado financiero—. En el mismo sentido, deberán transformarse los productos de activo para satisfacer las necesidades específicas de cada empresa en particular. Todo ello, obligará a un aumento de tecnificación de la gestión mediante la introducción de la informática en los procesos habituales y derivación del personal hacia labores de análisis más profesionalizadas.

La diferencia de dimensión entre las instituciones, por su adscripción a mercados espaciales distintos, se traducirá en el ejercicio de banca mayorista o minorista, y en general, las tendencias inversoras tratarán de reequilibrar sus finalidades por sectores, plazos y territorios, para ajustar sus niveles de riesgo.

2. Cajas de Ahorros

Las políticas de cambio en áreas deben de orientarse por los siguientes criterios:

a) Organos Rectores

La profundización del aspecto social y colectivo de los órganos de gobierno en correspondencia con su naturaleza jurídica, que sin ánimo de lucro pretende fines de interés social. La reforma de órganos de gobierno debe compaginar la amplitud de representación social de la Asamblea General, con un Consejo de Administración eficaz y tecnificado, y un adecuado control de la gestión.

b) Ambito de actuación

La definición del ámbito regional más en consonancia con criterios económicos que políticos. En el momento actual el diseño del mapa autonómico está definiendo los ámbitos de funcionamiento económico de las cajas de ahorros, de forma irracional en muchos casos.

Creemos que la dedicación a un ámbito territorial determinado —definido con características económicas— es compatible con

CLASIFICACION DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Según la finalidad que se persiga, son varias las clasificaciones que pueden hacerse de los intermediarios financieros existentes en España.

Adoptando como criterio las técnicas utilizadas para el control monetario, pueden agruparse atendiendo a su capacidad para generar las diferentes magnitudes objeto de dicho control.

Partiendo de la variable instrumental de la política monetaria, los activos de caja son creados por el *Banco de España*.

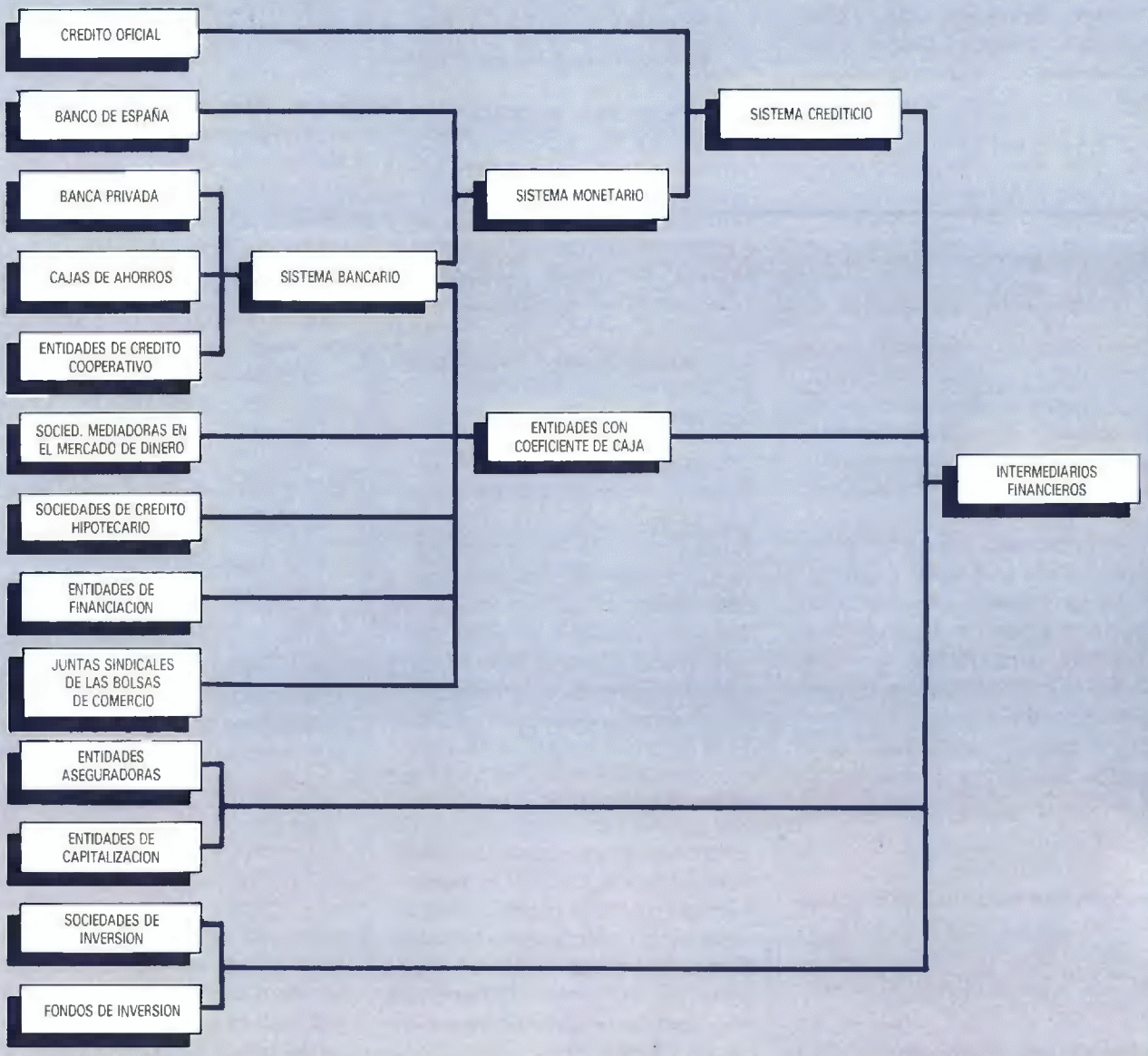
El actual objetivo intermedio, las disponibilidades líquidas, tiene dos componentes: el efectivo en manos del público, creado por el *Banco de España*, y los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo, generados por el *sistema bancario* (bancos, cajas y entidades de crédito cooperativo). Tomando, por tanto, las disponibilidades líquidas en su conjunto, se obtiene un nuevo subgrupo: el *sistema monetario*, creador del dinero legal y del dinero bancario, y formado por el Banco de España y el sistema bancario.

Añadiendo al sistema monetario el crédito oficial (intermediario atípico, tanto por su financiación como por sus funciones) se obtiene lo que el Banco de España llama en sus estadísticas *sistema crediticio*.

La nueva definición del coeficiente de caja permite establecer un nuevo subgrupo con las entidades sometidas al mismo (sistema bancario, sociedades mediadoras en el mercado de dinero, sociedades de crédito hipotecario y entidades de financiación), con la característica común de emitir activos de alta liquidez.

Finalmente, fuera de los esquemas monetarios, se sitúan las entidades aseguradoras, de capitalización y de inversión colectiva.

Pese a no ser un intermediario financiero, conviene recordar que el Tesoro emite, además de la moneda metálica, los pagarés del Tesoro, activo financiero homologable a la mayoría de los que hemos considerado.



la apertura limitada de oficinas en otros ámbitos territoriales, con los que inevitablemente se mantienen relaciones económicas. Con la definición actual de regionalización (25 por 100 como máximo de los créditos fuera del territorio) es posible modular la expansión fuera del territorio de su sede social, y siempre de acuerdo con las necesidades y potencialidad de la entidad.

Igualmente, puede admitirse una expansión internacional a ámbitos regionales complementarios para cajas individuales, y a los mercados de divisas internacionales a través de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Esta delimitación, más amplia y flexible, del ámbito espacial y funcional sería positiva para las cajas de ahorros y para las regiones donde tienen su sede social.

c) Coeficientes obligatorios

En correspondencia con lo ya comentado, la tendencia a corto y medio plazo debe asimilar los coeficientes de inversión obligatoria a los de la banca privada, teniendo en cuenta la especialización de las Cajas. A largo plazo, debe desaparecer el de financiación del Crédito Oficial, transformarse la financiación de emisiones privilegiadas a otras de precios libres, y mantener, en el primer período de transición, un porcentaje mínimo para la financiación de planes nacionales de actuación sectorial a precios privilegiados.

d) Actividad operativa

La actividad general seguiría planteándose como la de un banco universal, con vocación de financiación a largo plazo y especialización territorial.

Por el lado de las operaciones activas, las tendencias deben incluir mayores financiaciones de los sectores industrial, exportación y de servicios de sus ámbitos territoriales, incorporación de financiación circulante, e incluso valorar la creación de grupos financieros, que complementen la prestación de sus servicios.

Por el lado de los pasivos, la oferta debe ser abierta, en competencia con el sistema bancario, aunque con las peculiaridades propias de su vocación social y regional.

3. Las Cooperativas de Crédito

Este subsector necesita delimitar con claridad las exigencias financieras y las derivadas de su naturaleza cooperativa.

La realidad última ha venido a demostrar que la mixtificación existente, entre las empresas cooperativas y sus socios y la entidad de crédito cooperativa, pone en grave peligro la viabilidad de esta última.

Es necesaria una Ley de Crédito Cooperativo —ya proyectada— que defina con claridad, como para el resto de las entidades financieras, las exigencias de capitales mínimos según el ámbito de funcionamiento, los coeficientes de solvencia, los límites de riesgos y su grado de concentración, las exigencias de profesionalidad de la gestión, las condiciones de la distribución de resultados, los coeficientes obligatorios, etc.

La naturaleza específica de estas entidades justifica la necesidad de crear una organización integrada, con un organismo cúpula, que puede ser público o tener participación pública (depende de las circunstancias), y que realice las funciones de:

a) Coordinar y controlar la gestión del grupo.

b) Prestar los servicios financieros al grupo.

c) Orientar y canalizar las inversiones en los mercados del dinero y de capitales.

d) Compensar y distribuir entre el grupo los excesos de riesgos por créditos.

e) Realizar las funciones de Fondo de Garantía y Aseguramiento de Depósitos.

f) Realizar la actividad internacional del grupo.

En particular, para la parte más importante del sector, las Cajas Rurales, y por motivos de solvencia, se está intentando constituir una organización coordinada en que la cúpula del grupo es el Banco de Crédito Agrícola.

Parece cierto que cualquier alternativa de reforma debe tener en cuenta las nuevas realidades y orientarse por caminos próximos a los expuestos.

B) Subsistemas de banca especializada.

1. Banca Industrial

Cremos que en este terreno se ha llevado un camino equivocado, al pretender una desespecialización forzada, que ha provocado profundas crisis en las entidades, incluso en las más potentes.

Se trataría de reencontrar el camino del impulso de su actividad —en un momento en que la reindustrialización es decisiva— con una sustancial mejora de su estatuto en los aspectos fiscales y financieros: a) nuevo tratamiento fiscal de las enajenaciones de activos; b) reducción drástica a corto plazo de coeficientes obli-

gatorios, y c) facilidad de recompra de activos u otras formas de refinanciación de la actividad inversora en determinados sectores. Complementariamente, se facilitaría su transformación en cualquier otro intermediario financiero para aquellas entidades que lo solicitasen.

2. Sociedades de promoción y participación de empresas

La finalidad de su implantación es constituir una auténtica estructura de soporte de las pequeñas y medianas empresas, que sirva para aportarles los conocimientos técnicos y financieros de que carecen.

En este momento, son sociedades similares las de Desarrollo Regional, pero la figura debe generalizarse para cualquier promotor público o privado, y para cualquier territorio, y utilizarse como forma institucional de crear el espíritu empresarial.

3. Esta figura básica para la organización de la pequeña y mediana empresa, debe completarse con la reforma del *Sistema de Aval*. En la actualidad, el sistema específico constituido por las Sociedades de Garantía Recíproca es un auténtico fracaso.

Las líneas de cambio deben orientarse por:

a) El reforzamiento de la cúpula del Sistema de Sociedad Mixta del Segundo Aval del Estado, y la extensión de su operatoria al aval solidario que sirva para orientar inversiones por sectores y territorios.

b) Constitución y reforzamiento de un grupo de sociedades con participación pública por cada sector básico —agrícola, industrial, vivienda y servicios— que sirvan de instrumento director de la acción estatal, y permitan el reaval de Sociedades de Garantía Recíproca de pequeña dimensión.

c) Reforma de las actuales Sociedades de Garantía Recíproca para mejorar su dimensión, profesionalización y eficacia operativa.

Es, pues, en el trípode sociedades de promoción y participación empresarial, Sistema de Aval e instituciones financieras de ámbito local y regional, donde se apoyará la política de la pequeña y mediana empresa.

4. Financiación especializada sectorial

1. Los modelos de financiación sectorial deben desarrollarse, para los sectores más significativos del desarrollo económico español, con los siguientes criterios financieros:

a) Participación en cada mercado de las instituciones de banca universal, del sistema financiero público, y de un intermediario especializado sectorial.

b) Creación de pasivos *ad hoc* para cada mercado, coherentes con las operaciones activas correspondientes.

c) Creación de instituciones conjuntas de los operadores para realizar el mercado secundario.

d) La política financiera pública de cada sector se instrumentará a través de: a) la política presupuestaria que realizan los organismos públicos correspondientes; b) la política de financiación del sector financiero público, y c) la política de financiación de los operadores del mercado, orientados por las actuaciones de refinanciación públicas a través de los organismos del mercado secundario.

2. El modelo de financiación del sector industrial ya cuenta con los operadores generales adecuados, por lo que las orientaciones deben conducir a desarrollar los intermediarios especializados —Bancos Industriales y Sociedades de Promoción y Desarrollo— según lo expuesto anteriormente.

En el aspecto instrumental, habría que definir nuevos instrumentos que mezclen riesgos de interés y de capital —créditos participativos, obligaciones subrogadas, etc.

3. El modelo de financiación hipotecaria se encuentra en pleno desarrollo, bajo el marco establecido a partir de 1982, y desde la experiencia adquirida los temas a perfeccionar son:

- Dotar de mayor flexibilidad a las Sociedades de Crédito Hipotecario.
- Potenciar el Fondo Público de Regulación del mercado secundario.
- Ordenar los flujos de inversión de los recursos captados en el mercado por las instituciones de banca universal —Cajas de Ahorros.

4. En el sector de exportación, si tenemos en cuenta la necesidad de dimensión y especialización de la función, las labores a realizar serán las de coordinar esfuerzos entre la gran banca privada y el sector financiero público —Banco Exterior— para orientar las actuaciones hacia sectores o países que potencien el desarrollo español, y para que el grado de internacionalización de nuestro sistema financiero responda a pautas de racionalidad.

5. En el sector agrario, es necesaria una Ley de Financiación Agraria que estructure los intermediarios financieros del sector

—Bancos y Cajas de Ahorros, Banca Oficial, Cajas Rurales y sociedades de promoción y participación—, que ordene y unifique la acción presupuestaria de los organismos públicos agrarios, que posibilite la existencia de un mercado de adquisición de tierras —fondos de terrenos—, que organice los planes nacionales y autonómicos de actuación temporal.

Los intermediarios financieros no bancarios

La actuación en este terreno debe de tratar de: a) Clarificar el sector de financiación de ventas a plazos y bienes de consumo duradero, incluyendo a las empresas comercializadoras que financian el consumo de aquellos bienes; b) potenciar la dimensión e independencia de las empresas, y c) impulsar figuras como el *factoring* y el *leasing*, que pueden contribuir a una mejor gestión de las carteras de pedidos y de los procesos de inversión, respectivamente.

El mercado de capitales

Promulgación de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que actualice la normativa de las actuales Sociedades de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión Mobiliaria, fortaleciendo las garantías del ahorrador, potenciando la diversificación de sus inversiones, fomentando la especialización de las instituciones e incorporando a nuestro sistema las Sociedades de Capital Variable.

Regulación de los Fondos de Pensiones, completando así el sistema español de prestaciones complementarias de las de la Seguridad Social e introduciendo esta figura basada en los principios siguientes:

a) Exigencia de su fundamentación en los correspondientes sistemas actuariales revisables periódicamente.

b) Tratamiento adecuado de sus aspectos financieros, fundamentalmente sus inversiones y mecanismos de transparencia (información) y seguridad (auditoría, control de los asociados, posibilidad de asegurar las prestaciones).

c) Un régimen fiscal que evite la doble imposición económica de las rentas.

• Ordenación del sector asegurador, fomentando la creación de instituciones con el nivel de recursos adecuado.

• Revisión del Estatuto de los Agentes Mediadores Colegiados sobre la base de potenciar su función mediadora. En este sentido, debe modificarse la estructura del actual arancel y adoptar medidas para potenciar las sociedades y asociaciones entre mediadores.

• Regulación de las Sociedades Gestoras de Patrimonios con el objeto de garantizar la transparencia en sus actividades de mediación y colocación de activos.

• Regulación de instituciones especializadas en la inversión bursátil, con facultades de concesión de créditos con garantía de valores y depósito de los mismos.

• Promulgación de la Ley de Auditoría, regulando el estatuto de los auditores y la obligación de Auditoría como requisito previo a la admisión en las Bolsas de Valores y a la gradación general al ahorro del público.

• Adopción de las medidas precisas para conseguir la unidad del mercado de valores en forma que los precios sean resultantes de las ofertas y demandas globales.

• Control y, en su caso, revisión de la normativa sobre operaciones de Bolsa, restringiendo en lo posible las aplicaciones y operaciones a precio convenido.

Las reformas técnico-financieras

En este campo las actuaciones necesarias son:

a) Crear un sistema general de infracciones y sanciones para todos los intermediarios financieros que sea eficaz para ejecutar el control sobre el cumplimiento de las normas.

b) Reformar y unificar los sistemas de información financiera, coordinados con los restantes sistemas de información públicos en base a un plan previo de cuentas.

c) Reformar el sistema de seguridad y solvencia mediante un tratamiento global de los coeficientes de garantía y de límite y concentración de riesgos y de Fondos de Garantía privados, semipúblicos y públicos.

El Estado Autonómico en el ámbito financiero

La nueva estructuración del Estado hace necesaria la promulgación de una Ley de Ordenación del Sistema Financiero que delimite los contenidos normativos y ejecutivos de la estructura financiera entre los centros de decisión de la Administración Central y Autonómica, y que debe inspirarse en los siguientes principios:

a) Unicidad del mercado financiero español.

b) Necesidad de una política

monetaria única y ejecutada por las autoridades financieras centrales.

c) Posibilidad de compatibilizar las políticas financieras estatales y la autonómica.

d) Necesidad de un sistema de control único, coordinado entre el Organo Central de Control y los Autonómicos.

REFLEXION FINAL

El análisis de la evolución del sistema financiero se nos presenta como una dinámica generada por la tensión entre dos polos: las proyecciones sobre la mejor manera de satisfacer las necesidades sociales y las exigencias objetivas de una estructura que funcione en el contexto de realidad.

La evolución del sistema financiero español muestra la influencia alternativa de un criterio u otro. El primero ha producido la utilización del sistema financiero como instrumento al servicio de unas finalidades políticas, haciendo caso omiso de las condiciones de funcionamiento eficaz del propio sistema, y el segundo, la sacralización de los valores absolutos de funcionamiento del sistema financiero por encima del bien y del mal de las necesidades de la sociedad.

Las anteriores líneas esperan ser una pequeña aportación al logro de ese equilibrio dinámico necesario en este momento de la coyuntura española, proyectando cambios en la estructura y funcionamiento del sistema económico y financiero que, al tiempo que sirvan a las nuevas finalidades que la sociedad demanda, permitan el logro de la eficacia en la intermediación financiera.

SISTEMA FINANCIERO: INTRODUCCION A LOS PRINCIPALES CONCEPTOS

Para situar los principales conceptos financieros, empezaremos planteando, de acuerdo con el esquema, una economía cerrada, es decir, sin relaciones con otros países, que consideraremos dividida en tres sectores: el privado, que incluye las familias y todas las empresas no financieras; el público, que sólo comprende las llamadas administraciones públicas, y el de los intermediarios financieros, que incluye el banco central y el sistema bancario, únicos intermediarios financieros existentes. Posteriormente, veremos las consecuencias de incorporar el sector exterior.

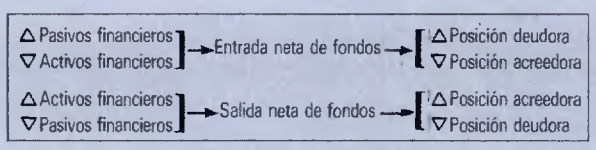
DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS INTERSECTORIALES

Comenzando en el campo real, durante determinado período de tiempo, cada uno de estos sectores cuenta con su *renta bruta disponible* (1) para hacer frente, en primer lugar, a sus gastos de *consumo*. La parte de renta no destinada a este fin, que puede ser negativa, recibe el nombre de ahorro, y puede verse modificada (2) por las *transferencias netas de capital* (transferencias de capital recibidas menos impuestos de capital pagados) para dar lugar a los *recursos de capital* del sector, con los que ha de financiar su *formación bruta de capital*.

Pasando al terreno financiero, pueden plantearse dos posibilidades. Si los recursos de capital son superiores a su formación bruta de capital, el sector registrará una *capacidad de financiación* que podrá ceder, en determinadas condiciones, a otros sectores que tengan *necesidad de financiación*, por contar con insuficientes recursos de capital para financiar su formación bruta de capital. A esta situación, básica para el funcionamiento del sistema financiero, se le denomina *desequilibrios financieros intersectoriales*.

INSTRUMENTOS FINANCIEROS

El sector que precisa financiación ha de obtenerla mediante la venta de los *instrumentos financieros* (letras, deuda pública, pólizas de crédito, etc) que emita, que son reconocimientos de la deuda contraída con el financiador, a quien se entregan a cambio de la financiación obtenida. Por tanto, estos instrumentos financieros circulan en sentido contrario a las corrientes de financiación: van del sector financiado, en cuyo pasivo figurarán, al financiador, a cuyo activo se incorporan. Por este motivo, se suelen denominar *pasivos financieros* de un sector a los instrumentos financieros emitidos por él, reservando el nombre de *activos financieros* para los que ha comprado. Por tanto, podemos establecer:



De las varias clasificaciones de los instrumentos financieros (en función de su plazo, su garantía, del carácter privado o público de su emisor, etc.) la más importante es la que distingue entre *primarios* (o directos) y *secundarios* (o indirectos). Los primarios son los emitidos por sujetos o sectores que, esencialmente, pretenden con ello financiar su *demanda de bienes y servicios:* consumo y formación bruta de capital. (En el esquema son los sectores público y privado.) Por el contrario, los instrumentos financieros indirectos son emitidos por sujetos o sectores cuya actividad específica es financiar a otros sectores, comprándoles los activos financieros que emiten. Son los llamados *intermediarios financieros*.

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Como hemos dicho, la actividad básica de los intermediarios financieros consiste en emitir pasivos financieros indirectos para obtener los fondos que precisan para otorgar financiación a otros, mediante la adquisición de activos financieros directos o indirectos (operaciones interbancarias).

De entre los pasivos financieros indirectos que emiten, hay una parte que son utilizados habitualmente como medios de pago, es decir, son *dinero*. El conjunto de intermediarios que emite dinero, formado por el banco central y el *sistema bancario*, se denomina *sistema monetario*. Tiene, además, capacidad de generar su propio pasivo, es decir, de crear dinero. Esta capacidad es teóricamente ilimitada en el caso del banco central y, para el sistema bancario, es función de la liquidez que le proporcione el banco central. Esta característica hace que el banco central pueda controlar, a través de la *política monetaria*, la cantidad de dinero existente, influyendo decisivamente en el comportamiento, financiero y real, de la economía.

Evidentemente, los intermediarios financieros obtienen sus beneficios de la diferencia entre la rentabilidad media ponderada de los instrumentos financieros que compran (operaciones activas) y los que venden (operaciones pasivas): el llamado *coste de intermediación*, que se justifica por la utilidad que reportan a prestamistas y prestatarios, derivada de las economías de escala con las que actúan (mejor información, mayor diversificación, posibilidad de alargar los plazos de la financiación que otorgan respecto a la que reciben, realización de operaciones de cuantía muy variada, etc.). Además, prestan a sus clientes numerosos servicios financieros, faceta que cada vez toma mayor importancia. Sin embargo, cabe que, para algunos demandantes de financiación (en particular el Estado y las grandes empresas), sea más barato, en determinadas circunstancias, el acceso directo a los demandantes últimos de activos financieros. Se produce entonces el fenómeno llamado de *desintermediación*, por el que tiende a disminuir la importancia relativa de los intermediarios financieros en la canalización de recursos.

MERCADOS Y FLUJOS FINANCIEROS

Para que se produzca un intercambio de financiación por el activo correspondiente habrá de haber un acuerdo entre los sectores oferentes y demandantes de financiación (demandantes y oferentes de instrumentos financieros) del que resulten determinados precios y cantidades. A este encuentro entre oferta y demanda se le denomina *mercado financiero*, la cantidad intercambiada origina el correspondiente *flujo financiero* y el precio obtenido se expresa en *tipos de interés nominales*, de los que, restando la tasa de inflación esperada, se obtienen los *tipos de interés reales*.

En esta determinación de cantidades y precios juega un papel decisivo la *liquidez* de los instrumentos financieros intercambiados, que indica la certeza en poder convertirlos en dinero rápidamente y sin sufrir pérdidas, y su *solvencia*, que indica la probabilidad de que la deuda que representan sea pagada a su vencimiento. Entre los condicionantes exteriores pueden mencionarse las *distorsiones* originadas por coeficientes de política monetaria o financiera, por discriminaciones fiscales, etc.

Los mercados financieros, y los flujos a los que dan lugar, pueden ser objeto de múltiples clasificaciones según los instrumentos financieros que en ellos se intercambien (agrupándolos de acuerdo con la liquidez de los mismos, su naturaleza jurídica, su emisor u otros criterios), según la libertad con la que operen, los sujetos que concurran, etc. Posiblemente la clasificación más significativa es la que distingue entre *mercados primarios*, en los que se intercambian instrumentos financieros de nueva creación, y *mercados secundarios*, en los que sólo cambia el poseedor de los ya preexistentes, por lo que, aunque no generan nueva financiación, sirven para incrementar la liquidez de los instrumentos financieros en circulación.

VARIACION NETA DE ACTIVOS Y PASIVOS: CUENTAS DE CAPITAL Y FINANCIACION

Hasta ahora, hemos supuesto que los flujos financieros nacen únicamente para canalizar fondos desde sectores con capacidad de financiación hasta sectores con necesidad de ella. Se tiene así, según los casos:

$$\text{Recursos de capital} = \text{Formación bruta de capital} \begin{cases} + \text{Capacidad de financiación} \\ - \text{Necesidad de financiación} \end{cases} \quad \textbf{(A)}$$

Ahora bien, un sujeto económico, y con mayor razón la agregación de los mismos que forman un sector, no intercambia activos financieros solamente por esta causa. Por ejemplo, en el sector privado cabe que, en el mismo período de tiempo, determinados sujetos obtengan financiación, supongamos que de los intermediarios financieros, y que, por igual importe, otros la concedan, por ejemplo, al sector público. En este caso, el sector privado habría experimentado iguales incrementos de activos financieros (la deuda pública adquirida) y de pasivos financieros (las pólizas de crédito firmadas y entregadas a los intermediarios financieros), sin que su capacidad o necesidad de financiación resulte modificada. Ejemplos similares podrían plantearse para un sujeto económico.

En ambos casos, se procede a recibir u otorgar financiación neta cuando la *variación de activos y la de pasivos financieros* no son iguales. Recordando el significado de estas variaciones, y teniendo en cuenta que estamos planteando identidades derivadas de la contabilidad nacional y de la contabilidad financiera (3):

$$\begin{aligned} &\text{Capacidad de financiación} = \text{Variación neta de activos} - \text{Variación neta de pasivos} \\ &\text{Necesidad de financiación} = \text{Variación neta de pasivos} - \text{Variación neta de activos} \end{aligned} \quad \textbf{(B)}$$

Sustituyendo ahora (B) en (A), se obtiene:

$$\left.\begin{array}{c} \text{Recursos de capital} \\ + \\ \text{Variación neta de pasivos} \end{array}\right\} \text{Recursos} = \text{Empleos} \left\{\begin{array}{c} \text{Formación bruta de capital} \\ + \\ \text{Variación neta de activos} \end{array}\right. \quad \textbf{(C)}$$

Esta igualdad refleja las llamadas *cuentas de capital* y *financiera* de cada sector y está recogida gráficamente en el esquema, que muestra cómo las variaciones de activos y/o pasivos financieros son mayores que la capacidad (parte rayada) o necesidad (parte cuadriculada) de financiación de cada sector, es decir, mayores que su *ahorro financiero neto*.

FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO

Podemos, ahora, volver al esquema para ver el funcionamiento del sistema financiero. Empezando por el sector privado, con su renta bruta disponible hace frente a sus gastos de consumo, quedándole un remanente importante en forma de ahorro, que se ve incrementado por las transferencias netas de capital que las empresas reciben del sector público. Con estos recursos de capital cubre su formación bruta de capital, conservando, además, capacidad de financiación (parte rayada). Es aquí donde empieza el campo específicamente financiero.

La capacidad de financiación privada aparece como diferencia entre las variaciones (incrementos en este caso) de activos y pasivos financieros que el sector ha experimentado durante el período considerado. La variación de pasivos se ha producido exclusivamente a través del flujo número 3, que representa el crédito obtenido de los intermediarios financieros. En cambio, la variación de activos, se ha originados en dos flujos: el número 1, que representa la financiación concedida al sector público mediante la compra de deuda pública, y el número 2, que representa la financiación otorgada a los intermediarios financieros, a través del incremento de los depósitos mantenidos por el sector privado y de su compra de bonos bancarios. Obsérvese que, mientras el flujo número 1 es *directo*, el número 2 es *intermediado*.

Por su parte, el sector público, con la renta bruta de que dispone, cubre sus gastos de consumo y las transferencias netas de capital al sector privado, pero los recursos de capital resultantes son considerablemente menores a su formación bruta de capital, por lo que experimenta necesidad de financiación (parte cuadriculada): el polémico *déficit público*. Este aparece como diferencia entre su mayor endeudamiento (conseguido mediante el flujo número 1, ya comentado, y el número 4, que representa la compra de deuda pública por los intermediarios financieros, ya que suponemos que no hay recurso directo al banco central) y el incremento de sus depósitos en el banco central (flujo número 5).

Finalmente, los intermediarios financieros, al no tener gastos de consumo, con su renta bruta disponible (igual al ahorro, constituido con sus beneficios no distribuidos) hace frente a su formación bruta de capital, quedándole un remanente de capacidad de financiación, que aparece como diferencia de su variación de activos y pasivos, contrapartida de la de los demás sectores.

Para simplificar, hemos supuesto que los intermediarios financieros no soportan impuestos sobre el capital ni reciben transferencias de este tipo.

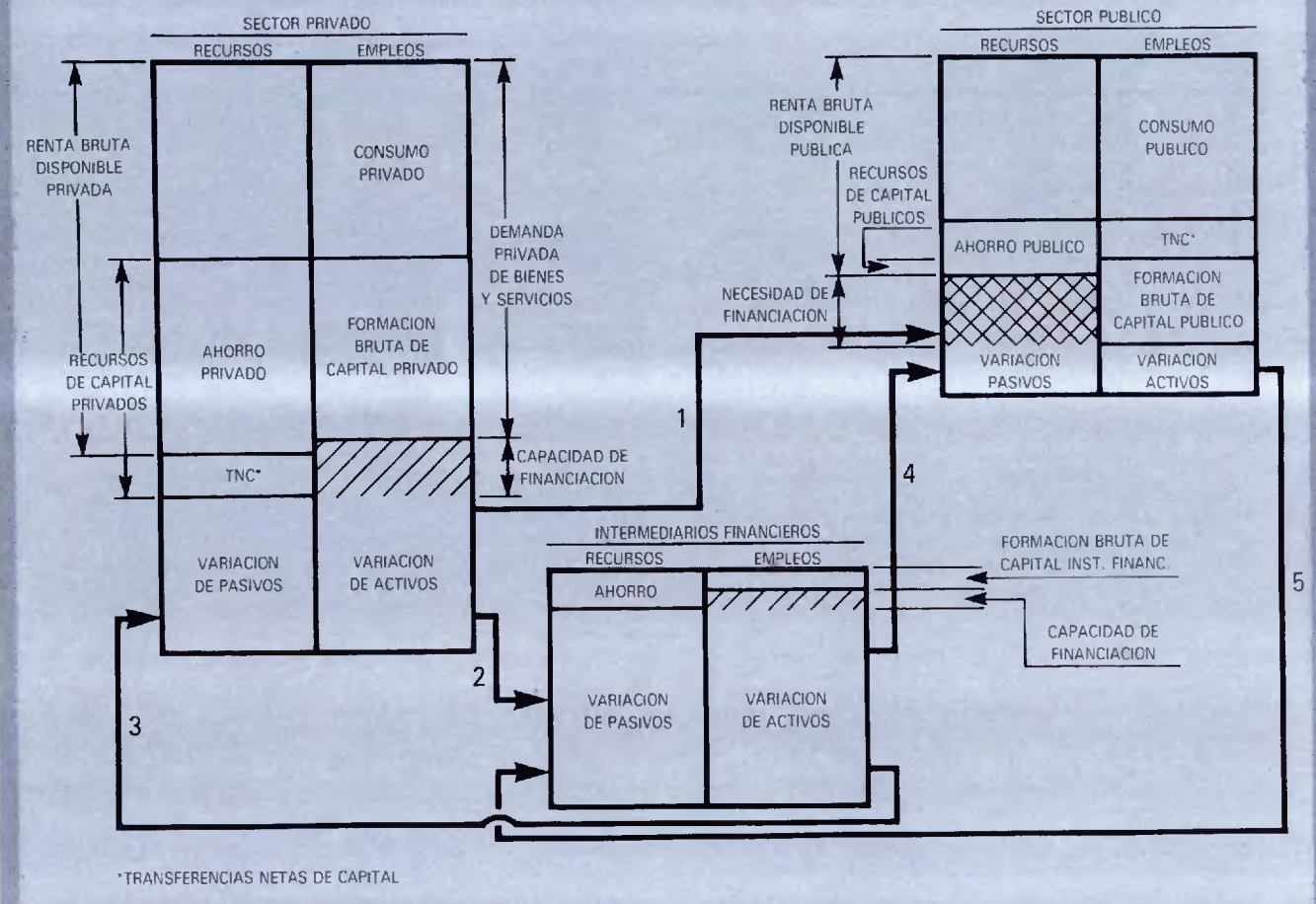
ALGUNAS OBSERVACIONES

Lo primero a destacar es la profunda interrelación que existe entre lo real y lo financiero, puesta de manifiesto a través de las cuentas de capital y financiera de cada sector. No obstante, tanto la parte real como la financiera mantienen su autonomía y leyes propias, que no pueden violentarse en beneficio del otro sector, sin graves consecuencias.

El sector público reflejado en el esquema tiene un déficit (necesidad de financiación) originado, en gran parte, por las transferencias netas de capital que realiza al sector privado (en el que están incluidas las empresas de propiedad pública), posiblemente como consecuencia de reconversiones en marcha. En esta medida, no se trata de un déficit para atender la demanda pública de bienes y servicios, sino que representa un flujo de financiación, contablemente situado fuera del campo estrictamente financiero, que, intermediado por el sector público, sale del sector privado (previsiblemente de su parte más saneada) y vuelve a él (a su parte en crisis).

En cualquier caso, la necesidad pública de financiación planteada por el déficit hace que se dirija a este sector la capacidad de financiación del sector privado y de los intermediarios financieros. Evidentemente, esto habrá supuesto una disminución de la financiación destinada al sector privado (efecto *crowding out*), puesta de manifiesto en el esquema, esencialmente, por la competencia entre los flujos números 3 y 4, que encauzan la financiación concedida por los intermediarios financieros.

FUNCIONAMIENTO DE UNA ECONOMIA CERRADA



*TRANSFERENCIAS NETAS DE CAPITAL

Esta competencia puede haberse manifestado a través de una elevación de los tipos de interés de la deuda pública, con lo que también habrá repercutido en el caudal relativo de los flujos números 1 y 2, y/o haberse resuelto mediante *coeficientes de inversión* que obliguen a los intermediarios financieros a comprar deuda pública a tipos de interés inferiores a los de mercado, con evidentes repercusiones en el flujo número 3 (menores cantidades, mayores tipos de interés), repercusiones originadas por la aspiración de los intermediarios a mantener sus márgenes de intermediación.

Obsérvese que esta competencia se plantea con tanta mayor dureza cuanto más estricta sea la política monetaria seguida por el banco central. En efecto, una política monetaria distendida, al permitir un mayor crecimiento de los activos y pasivos de los intermediarios financieros, parecería aliviar, al menos temporalmente, la competencia por captar su financiación. Sin embargo, repercutiría posiblemente de forma negativa sobre las tendencias inflacionistas, al aumentar la presión de los recursos financieros sobre los reales. En este caso, su influencia sobre los tipos de interés nominales podría llegar a ser nula o contraproducente, al incorporar éstos las expectativas de inflación crecientes.

INCLUSION DEL SECTOR EXTERIOR

Al incorporar el sector exterior al esquema planteado, deja de haber una identidad entre la capacidad y necesidad de financiación de los sectores internos. Los desequilibrios financieros intersectoriales descritos ya no se consolidan entre sí, resultando de ello un *desequilibrio financiero exterior*, que se manifestará en *necesidad o capacidad de financiación de la nación*. En efecto, dejando aparte una teórica neutralidad, el sector exterior actuará como cedente o demandante de financiación, complementando el ahorro interior o utilizando una parte del mismo, respectivamente, según sea el saldo de la balanza de pagos básica. Contablemente, si ésta presenta déficit habrá de ser financiado mediante un aumento de los pasivos financieros exteriores de la nación (o una disminución de sus activos sobre el exterior), que incrementará el ahorro generado en el interior del país. Lo contrario sucede en el caso del superávit, planteándose la neutralidad mencionada si el saldo es nulo.

Contemplado desde otro punto de vista, si el ahorro generado en el interior (considerando el país en su conjunto, las transferencias netas de capital se anulan) ha sido insuficiente para hacer frente a la formación bruta de capital, se habrá planteado una necesidad nacional de financiación, cubierta con el *ahorro exterior*, lo que incidirá, según su magnitud, en el *tipo de cambio* de la moneda nacional y/o en la evolución de las *reservas exteriores*.

Las relaciones con el exterior pueden originar numerosas perturbaciones en el funcionamiento interior de la economía, con las consiguientes interferencias sobre la política económica (y por tanto monetaria) planteada por las autoridades nacionales.

CONCLUSION

El esquema planteado es excesivamente sencillo. Como simplificaciones más importantes podrían citarse la excesiva agregación de los sectores y la extremada pobreza de instrumentos financieros contemplada, que reduce al máximo los flujos financieros por los que circulan.

Pese a ello, puede servir como representación introductoria sumaria de las relaciones entre el sector real y el financiero de la economía, y para situar los principales conceptos relativos al *sistema financiero*, concebido como un conjunto articulado de *flujos financieros* por los que circulan instrumentos financieros, cuya cantidad y precio se determina en los correspondientes *mercados financieros* a los que concurren, como oferentes y/o demandantes de financiación, los *intermediarios financieros* y los sujetos no financieros de la economía.

NOTAS

(1) Por alejarse demasiado del objeto de esta nota, no hacemos mención a su determinación.

(2) Suponemos que no existe compra de terrenos.

(3) En virtud de las cuales, la capacidad y necesidad de financiación son iguales, respectivamente, a la financiación otorgada y recibida, sin tener en cuenta posibles ajustes derivados de las diferentes fuentes estadísticas de una y otra contabilidad.