EL MERCADO MONETARIO: INSTITUCIONES, ACTIVOS Y FUNCIONAMIENTO

En este artículo, **Raimundo Ortega** estudia uno de los componentes básicos de nuestro sistema financiero: el mercado monetario. Definido como un mercado al por mayor de activos con muy bajo riesgo, alta liquidez y amortización a corto plazo, la primera preocupación del autor es situarlo numéricamente en el contexto de los flujos financieros de la economía española.

El examen de tan importante y a la vez peculiar mercado se realiza describiendo: primero, cuáles son las instituciones que en él operan para, después, fijarse en los instrumentos intercambiados en su diario funcionamiento. Queda inmediatamente claro que entre aquéllas destaca el Banco de España y, entre éstos, los que materializan de una u otra forma deuda pública a corto plazo —fundamentalmente Pagarés del Tesoro.

La razón de esa relevancia está en que el mercado monetario es el marco en el cual se inician los efectos derivados de la instrumentación de la política monetaria; política que, a su vez, se encuentra decisivamente influida por la evolución del déficit público. Por ello, el artículo concluye afirmando que las reformas y el propio futuro del mercado monetario dependerán, en gran medida, de la contención del déficit y de la forma en que éste se financie. Ello no significa negar las potencialidades de innovación que el propio mercado encierra; tan sólo señalar su elemento condicionante.

I. EL MERCADO MONETARIO: UNA DEFINICION

LAS páginas económicas de los periódicos y revistas españoles hacen diaria referencia a tipos de interés y volumen negociados en el mercado —o mercados— monetario. Sin embargo, tal mercado es prácticamente desconocido para el inversor medio español, que jamás negociará en él sus ahorros.

La razón de ese desconocimiento popular de la existencia y funcionamiento del mercado monetario reside en que éste es, por definición, un mercado para especialistas; es decir, *un mercado al por mayor de activos con muy bajo riesgo, alta liquidez y amortización a corto plazo*. Examinemos con más detenimiento esos cuatro rasgos definidores.

Mercado al por mayor. Casi sin excepción, los participantes en este mercado son grandes instituciones financieras o empresas industriales de notable importancia que negocian grandes cantidades de dinero. Esto lleva a que quienes en él participan, tomando las decisiones, sean profesionales altamente especializados.

En el que se negocian activos con muy bajo riesgo. Con esta característica pretende indicarse que los activos negociados día tras día en el mercado gozan de una garantía objetiva tal —caso, por ejemplo, de un Pagaré del Tesoro— o su emisor inspira tal confianza —caso de una letra de cambio librada por un gran Banco— que cualquier otra institución los comprará sin exigir que el precio de adquisición —es decir, el tipo de interés de dicho activo— incorpore una prima de riesgo importante.

Alta liquidez. Los activos que se negocian en este mercado pueden convertirse en dinero con gran rapidez y sin incurrir prácticamente en pérdidas. Normalmente, esta característica es debida a dos razones diferentes: a) porque se emiten a corto plazo y por tanto la inmediatez de su vencimiento asegura la recuperación de los fondos invertidos, o b) el activo cuenta con un mercado secundario que permite a su tenedor negociarlo rápidamente y sin incurrir en pérdida apreciable.

Conviene, no obstante, detenerse un momento en este punto para comprender cómo la complejidad de estos mercados es tal

que su caracterización obliga siempre a cuidadosos matices. Por ejemplo, si tomamos el caso del mercado monetario español, en él se negocian activos carentes de un mercado secundario, como es el caso del mercado de depósitos, al que se hará referencia cuando nos ocupemos de los instrumentos del mercado monetario (1).

Corto plazo. Con esta última característica del mercado monetario se hace referencia al hecho de que los activos monetarios tienen una vida media muy corta. Es imposible precisar cuál es su duración; si acaso podría indicarse que para los activos carentes de un mercado secundario difícilmente rebasa los seis meses, mientras que para aquellos otros que pueden comprarse y venderse fluidamente en un mercado organizado la vida media puede cifrarse en unos doce meses, o en algunos casos algo más.

Debe subrayarse que al referirnos, en plural, a los «mercados monetarios», pretendemos indicar que, en la realidad, el «mercado monetario» es una red de mercados de diferentes activos en los que se reúnen numerosos participantes. En este mercado, en el cual se negocian obligaciones de pago y no participaciones en el capital, dos rasgos son destacables: la frecuente existencia de intermediarios especializados que operan entre el prestamista y el prestatario de los fondos; y, segundo, su capacidad de innovación como consecuencia, quizá, de la ausencia de excesivas regulaciones legales que lo encuadren y limiten.

II. LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMIA Y EL MERCADO MONETARIO

Los cuadros recogidos en este artículo —y que forman parte del *Informe Anual* del Banco de España para 1982— proporcionan, en una forma resumida, una radiografía del funcionamiento de los principales agentes económicos. Reflejan, por decirlo en otras palabras, la forma en que dichos agentes cubren las diferencias —o emplean los excesos— de sus procesos de gasto sobre sus ingresos corrientes y de capital. Por tanto, aquellos agentes económicos que, como las empresas o el sector público durante los últimos años, necesitan financiar sus gastos corrientes o tenencias de activos reales —tierras, maquinarias, edificaciones— se ven forzados a emitir activos financieros que los prestamistas o ahorradores últimos de la economía adquirirán para sus carteras.

Por lo general, esos ahorradores —fundamentalmente las familias— no suelen adquirir de forma directa los activos financieros emitidos por las unidades de gasto, sino que confían sus fondos a unas entidades especializadas, las cuales, gracias a las economías de escala, pueden reducir los riesgos en la colocación de activos y programar sus vencimientos en el tiempo. Estas entidades, denominadas *intermediarios financieros* —bancos, cajas de ahorros, compañías de seguros, sociedades de inversión, ...— emiten, a su vez unos activos —depósitos, pólizas de seguros, participaciones, ...— que los ahorradores últimos aceptan a cambio de sus ahorros y que, a su vez, permiten prestar a las unidades de gasto mediante concesión de créditos, descuento de letras, adquisición de acciones u obligaciones, etc.

El cuadro número 1 da una somera idea de la importancia cuantitativa de esos flujos financieros en la economía española durante los años 1981 y 1982. Aun cuando el grado de desagregación no es el deseable —familias y empresas constituyen, por desgracia, un solo grupo—, podemos observar que en el último de esos dos años, las Administraciones Públicas recibieron una financiación neta por importe de algo más de un billón de pesetas. Dicha financiación se canalizó fundamentalmente por la vía de «créditos interiores» —902 mil millones de pesetas—, de emisiones de «títulos de renta fija» —algo más de 159 mil millones de pesetas—, y de «créditos recibidos del exterior» —129 mil millones de pesetas.

Por el contrario, el saldo neto de las operaciones financieras de las familias y las empresas revela cómo fueron capaces de prestar fondos por un total de 611 mil millones de pesetas. Una información estadística más desagregada hubiera permitido observar que ese saldo superior al medio billón de pesetas se descomponía en una necesidad de financiación del subsector empresas aún mayor, que adopta la forma de «créditos interiores» y «exteriores», y «títulos» emitidos en los tres grandes mercados: monetario, de renta fija y de renta variable. Por el contrario, las familias generan financiación mediante inversiones en «depósitos no monetarios» y «títulos».

El último gran agente cuyo comportamiento nos interesa estudiar es el de «Instituciones Financieras». Sus dos subagentes

básicos son el Banco de España y el sistema bancario —compuesto esencialmente por los bancos y las cajas de ahorros—. En el siguiente apartado haré un breve resumen de su papel en el mercado monetario, baste aquí señalar las operaciones más notables recogidas en sus respectivos balances.

En la variación de pasivos del Banco de España destacan los ca-

CUADRO N.º 1

CUADRO-RESUMEN DE FLUJOS FINANCIEROS
Años 1981 y 1982

Sectores y subsectores / Operaciones	Administraciones públicas						Familias y empresas	
	Total		Estado		Otras administraciones públicas			
	VA	VP	VA	VP	VA	VP	VA	VP
AÑO 1981								
TOTAL	1.212,5	1.121,5	813,5	813,5	308,0	308,0	2.606,3	2.606,3
Financiación neta recibida	541,4	—	390,7	—	150,7	—	70,6	—
1. Operaciones interbancarias	—	—	—	—	—	—	—	—
2. Disponibilidades líquidas	—	8,9	—	8,9	—	—	1.914,4	—
3. Depósitos no monetarios	—	—	—	—	—	—	—224,3	—
4. Depósitos administraciones públicas	23,4	—	—	—	23,4	—	—	—
5. Títulos mercado monetario	—0,8	30,0	—	30,0	—0,8	—	141,3	84,6
6. Títulos renta fija	1,2	127,9	—	82,8	1,2	45,1	91,7	110,8
7. Títulos renta fija no negociable	—	125,7	—	125,7	—	—	—	—
8. Créditos interiores	261,6	656,8	245,2	501,1	16,4	155,7	8,8	1.743,4
9. Créditos exteriores	—	56,0	—	47,2	—	8,8	0,8	235,5
10. Reservas técnicas de seguro	—	—	—	—	—	—	35,2	—
11. Títulos renta variable	16,5	—	13,8	—	2,7	—	101,4	132,7
12. Inversiones en el extranjero	—	—	—	—	—	—	17,8	152,2
13. Sin clasificar	278,2	116,2	163,8	17,8	114,4	98,4	-	147,1
AÑO 1982								
TOTAL	1.526,1	1.526,1	1.389,2	1.389,2	136,9	136,9	2.509,1	2.509,1
Financiación neta recibida	1.097,3	—	1.054,1	—	43,2	—	—610,8	—
1. Operaciones interbancarias	—	—	—	—	—	—	—	—
2. Disponibilidades líquidas	—	15,8	—	15,8	—	—	2.133,8	—
3. Depósitos no monetarios	—	—	—	—	—	—	256,4	—
4. Depósitos administraciones públicas	82,9	—	—	—	82,9	—	—	—
5. Títulos del mercado monetario	—0,3	85,0	—	85,0	—0,3	—	408,5	172,9
6. Títulos de renta fija	3,0	159,3	—	105,5	3,0	53,8	97,5	159,6
7. Títulos de renta fija no negociable	—	130,0	—	130,0	—	—	—	—
8. Créditos interiores	278,4	901,9	265,3	870,8	13,1	31,1	2,0	1.906,3
9. Créditos exteriores	—	128,6	—	102,8	—	25,8	27,4	51,5
10. Reservas técnicas de seguro	—	—	—	—	—	—	50,0	—
11. Títulos de renta variable	10,1	—	7,4	—	2,7	—	122,3	116,3
12. Inversiones en el extranjero	—	—	—	—	—	—	22,0	194,6
13. Sin clasificar	54,7	105,5	62,4	79,3	—7,7	26,2	—	—92,1

Fuente: Banco de España, *Informe anual 1982.*

Nota: VA, variación neta de activos financieros. *VP*, variación neta de pasivos financieros.

si 600 millones de pesetas correspondientes a «operaciones interbancarias»; se trata de los Certificados de Regulación Monetaria (CRM) que nuestro banco emisor se vio obligado a poner en circulación para absorber los excesos de liquidez generados por el déficit público y así mantener el crecimiento de la cantidad de dinero dentro de los límites estimados convenientes por los responsables de la política monetaria. Como contrapartida, en el activo figuran los 806 mil millones de

CUADRO N.° 1 *(Continuación)*

CUADRO-RESUMEN DE FLUJOS FINANCIEROS
Años 1981 y 1982

Operaciones / Sectores y subsectores	Instituciones financieras: Total VA	Total VP	Banco España VA	Banco España VP	Sistema bancario VA	Sistema bancario VP	Otras Instrucciones financieras VA	Otras Instrucciones financieras VP
AÑO 1981								
TOTAL	3.890,6	3.890,6	642,3	642,3	3.068,4	3.068,4	179,9	179,9
Financiación neta recibida	—162,7	—	18,0	—	—158,5	—	—22,2	—
1. Operaciones interbancarias	878,1	890,2	55,2	492,1	733,3	369,1	89,6	29,0
2. Disponibilidades líquidas	—	1.905,5	—	142,3	—	1.763,2	—	—
3. Depósitos no monetarios	—	224,3	—	—	—	132,4	—	91,9
4. Depósitos administraciones públicas	—	34,6	—	9,5	—	21,8	—	3,3
5. Títulos mercado monetario	24,0	49,9	—	—	21,7	49,9	2,3	—
6. Títulos renta fija	164,0	18,2	—3,4	—	133,4	18,2	34,0	—
7. Títulos renta fija no negociable	125,7	—	12,6	—	113,3	—	—0,2	—
8. Créditos interiores	2.368,5	238,4	571,5	—	1.726,7	229,4	70,3	9,0
9. Créditos exteriores	428,3	412,1	—50,7	—1,4	481,3	413,5	—2,3	—
10. Reservas técnicas de seguro	—	35,2	—	—	—	—	—	35,2
11. Títulos renta variable	48,0	49,7	—	—	36,3	42,2	11,7	7,5
12. Inversiones en el extranjero	8,1	—	—	—	7,9	—	0,2	—
13. Sin clasificar	8,6	32,5	39,1	—0,2	—27,0	28,7	—3,5	4,0
AÑO 1982								
TOTAL	5.162,1	5.162,1	825,3	825,3	4.089,5	4.089,5	247,3	247,3
Financiación neta recibida	—39,0	—	159,5	—	—177,6	—	—20,9	—
1. Operaciones interbancarias	1.698,8	1.778,9	76,0	599,2	1.459,9	1.106,7	126,9	73,0
2. Disponibilidades líquidas	—	2.118,0	—	186,3	—	1.931,7	—	—
3. Depósitos no monetarios	—	256,4	—	—	—	149,2	—	107,2
4. Depósitos administraciones públicas	—	114,7	—	56,0	—	56,9	—	1,8
5. Títulos del mercado monetario	19,6	169,9	—	—	13,6	169,9	6,0	—
6. Títulos de renta fija	233,0	14,6	3,1	—	192,3	14,6	37,6	—
7. Títulos de renta fija no negociable	130,0	—	20,3	—	109,7	—	—	—
8. Créditos interiores	2.783,1	265,6	805,5	—	1.894,2	259,8	83,4	5,8
9. Créditos exteriores	79,1	280,3	—344,8	—16,5	423,9	296,8	—	—
10. Reservas técnicas de seguro	—	50,0	—	—	—	—	—	50,0
11. Títulos de renta variable	53,8	74,4	—	—	42,7	67,8	11,1	6,6
12. Inversiones en el extranjero	47,3	—	—	—	47,3	—	—	—
13. Sin clasificar	156,4	39,3	105,7	0,3	47,5	36,1	3,2	2,9

Fuente: Banco de España, *Informe anual 1982.*

Nota: VA, variación neta de activos financieros. *VP*, variación neta de pasivos financieros.

CUADRO N.° 1 *(Continuación)*

CUADRO-RESUMEN DE FLUJOS FINANCIEROS
Años 1981 y 1982

Sectores y subsectores / *Operaciones*	*Exterior*		*Ajustes*		*Total*	
	VA	*VP*	*VA*	*VP*	*VA*	*VP*
			AÑO 1981			
TOTAL	820,4	820,4	39,9	39,9	8.478,7	8.478,7
Financiación neta recibida	—	449,3	—	—	449,3	449,3
1. Operaciones interbancarias	—	—	—	—12,1	878,1	878,1
2. Disponibilidades líquidas	—	—	—	—	1.914,4	1.914,4
3. Depósitos no monetarios	—	—	—	—	224,3	224,3
4. Depósitos administraciones públicas	—	—	—	—11,2	23,4	23,4
5. Títulos mercado monetario	—	—	—	—	164,5	164,5
6. Títulos renta fija	—	—	—	—	256,9	256,9
7. Títulos renta fija no negociable	—	—	—	—	125,7	125,7
8. Créditos interiores	—	—	—	0,3	2.638,9	2.638,9
9. Créditos exteriores	682,6	345,2	—	62,9	1.111,7	1.111,7
10. Reservas técnicas de seguro	—	—	—	—	35,2	35,2
11. Títulos renta variable	—	—	16,5	—	182,4	182,4
12. Inversiones en el extranjero	168,7	25,9	—16,5	—	178,1	178,1
13. Sin clasificar	—30,9	—	39,9	—	295,8	295,8
			AÑO 1982			
TOTAL	522,6	522,6	—117,6	—117,6	9.602,3	9.602,3
Financiación neta recibida	—	447,5	—	—	447,5	447,5
1. Operaciones interbancarias	—	—	—	—80,1	1.698,8	1.698,8
2. Disponibilidades líquidas	—	—	—	—	2.133,8	2.133,8
3. Depósitos no monetarios	—	—	—	—	256,4	256,4
4. Depósitos administraciones públicas	—	—	—	—31,8	82,9	82,9
5. Títulos del mercado monetario	—	—	—	—	427,8	427,8
6. Títulos de renta fija	—	—	—	—	333,5	333,5
7. Títulos de renta fija no negociable	—	—	—	—	130,0	130,0
8. Créditos interiores	—	—	—	—10,3	3.063,5	3.063,5
9. Créditos exteriores	364,3	5,8	—	4,6	470,8	470,8
10. Reservas técnicas de seguro	—	—	—	—	50,0	50,0
11. Títulos de renta variable	—	—	4,5	—	190,7	190,7
12. Inversiones en el extranjero	199,1	69,3	—4,5	—	263,9	263,9
13. Sin clasificar	—40,8	—	—117,6	—	52,7	52,7

Fuente: Banco de España, *Informe anual 1982.*
Nota: VA, variación neta de activos financieros. *VP*, variación neta de pasivos financieros.

«créditos interiores», que son fundamentalmente recurso del Tesoro al Banco de España.

En el sistema bancario podemos observar cómo las variaciones de activos y pasivos en las operaciones interbancarias son de orden relativamente similar y cómo, gracias a la captación de «depósitos no monetarios», el sistema bancario ha podido conceder «créditos interiores» —sobre todo al sector familia y empresas— por importe de 1.894 miles de millones de pesetas.

Los cuadros números 2 a 4 son

CUADRO N.° 2

FAMILIAS Y EMPRESAS. VARIACION DE LA CARTERA DE TITULOS (M.M.)

		1972	1973	1974	1975	1976
A.5.	Títulos del mercado monetario	1,2	29,5	35,7	39,0	25,5
	Emitidos por administraciones públicas	—	—	—	—	—
	Pagarés del Tesoro	—	—	—	—	—
	Emitidos por empresas	—	—	—	—	—
	Letras	—	—	—	—	—
	Pagarés de empresa	—	—	—	—	—
	Emitidos por Instituciones financieras	1,2	29,5	35,7	39,0	25,5
	Bonos bancarios	*1,2*	*29,5*	*35,7*	*39,0*	*25,5*
	Títulos hipotecarios	—	—	—	—	—
A.6.	Títulos de renta fija	8,0	14,4	4,8	2,7	11,8
	Emitidos por administraciones públicas	3,6	−1,7	−5,3	−5,5	−1,6
	Deuda del Estado	*3,6*	*−1,7*	*−5,3*	*−5,0*	*−2,2*
	Deuda de entes autonómicos	—	—	—	—	—
	Deuda de corporaciones locales	...	...	...	*−0,5*	*0,7*
	Emitidos por empresas	5,1	15,6	11,5	11,2	14,1
	Empresas (excepto INI)	*4,5*	*15,3*	*11,6*	*11,3*	*13,9*
	INI	*0,6*	*0,3*	*−0,1*	*−0,1*	*0,2*
	Emitidos por Instituciones financieras	−0,7	0,5	−1,4	−3,0	−0,8
	Crédito oficial	*−0,7*	*0,5*	*−1,4*	*−3,0*	*−0,8*
A.11.	Títulos de renta variable	54,5	78,4	88,1	94,3	88,7
	Emitidos por empresas	37,7	52,6	44,2	48,6	43,3
	Emitidos por Instituciones financieras	16,8	25,8	43,9	45,7	45,4
	Banca	*16,0*	*23,6*	*40,6*	*45,3*	*41,1*
	Sociedades mediadoras	—	—	—	—	—
	Cooperativas	*−0,3*	*1,3*	*2,1*	*−0,8*	*2,7*
	Empresas de seguros	*1,1*	*0,9*	*1,2*	*1,2*	*1,6*

Fuente: Banco de España, *Informe anual 1982*.

de un interés más directo para el tema de este artículo. En el cuadro número 2 se recogen los «títulos del mercado monetario» adquiridos en 1982 por el sector familia y empresas —que ascienden a 409 mil millones de pesetas— distinguiendo por emisores —administraciones públicas, empresas e instituciones financieras—. El cuadro número 3, a su vez, indica cuántos de esos títulos del mercado monetario han adquirido las instituciones financieras para sus carteras, y el cuadro número 4 los emitidos por ellas mismas; en cifras, 20.000 frente a 170.000 millones de pesetas.

Antes de pasar a analizar cuáles son esos instrumentos o activos cuya negociación da vida al mercado monetario, conviene detenernos a examinar algunas de las funciones de las instituciones que en él operan.

III. MERCADO MONETARIO: LAS INSTITUCIONES

El cuadro de flujos financieros que acabamos de analizar refleja en sus cifras el proceso de intermediación que en una economía moderna permite, en último lugar, invertir, crear puestos de trabajo y generar una mayor o menor riqueza a repartir entre sus ciudadanos.

Se ha indicado antes que esos flujos financieros responden casi en su totalidad a un proceso de intermediación mediante el cual unas instituciones especializadas realizan la tarea de convertir los fondos que reciben de aquellos agentes económicos que ahorran más que gastan en los activos necesarios para las unidades económicas que invierten más de lo que son capaces de ahorrar. Entre esas instituciones destaca un grupo, denominado en el cuadro número 1 «sistema bancario», y que

comprende en España a los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Para mayor sencillez, de ahora en adelante nos referiremos a ellos con el título general de *bancos*.

Pues bien, los bancos son un intermediario financiero algo especial por diversas razones. En primer lugar, son el intermediario más importante cuantitativamente; en segundo término, su actividad consiste en recibir ahorros en forma de depósitos y prestarlos en forma de créditos, *creando dinero en ese proceso*. Y crean dinero porque los depósitos bancarios, en su totalidad o en sólo una parte, constituyen el principal componente de la cantidad de dinero en sus diversas definiciones. Y hoy en día nadie se atreve a negar que la cantidad de dinero es *un* determinante esencial —si no *el* esencial— de la actividad económica en cualquier país.

Ese proceso de creación de dinero —conocido técnicamente con el nombre de *proceso de expansión múltiple de los activos bancarios*— es de tal importancia para la marcha de nuestras economías que su adecuado funcionamiento constituye la principal tarea y preocupación del banco central. Tenemos pues señalados los dos grandes actores del mercado monetario: el banco central y los bancos, por lo que, a continuación, intentaremos describir su actuación en ese mercado, así como el papel que juegan otras instituciones de menor importancia.

1. El Banco de España

A los efectos que ahora nos interesan, recordaremos tan sólo que el Banco de España intenta conseguir que la evolución de la variable monetaria denominada «disponibilidades líquidas» —que es una definición amplia de la cantidad de dinero—, mantenga unos determinados ritmos de

CUADRO N.° 2 *(Continuación)*

FAMILIAS Y EMPRESAS. VARIACION DE LA CARTERA DE TITULOS (M.M.)

		1977	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*
A.5.	Títulos del mercado monetario	6,4	−0,1	−2,9	78,1	141,3	408,5
	Emitidos por administraciones públicas	—	—	—	—	—	—
	Pagarés del Tesoro	—	—	—	—	*1,1*	*67,4*
	Emitidos por empresas	—	—	0,6	27,5	84,6	172,9
	Letras	—	—	*0,6*	*27,5*	*84,6*	*158,8*
	Pagarés de empresa	—	—	—	—	—	*14,1*
	Emitidos por Instituciones financieras	6,4	−0,1	−3,5	50,6	55,6	168,2
	Bonos bancarios	*6,4*	*−0,1*	*−3,5*	*50,6*	*55,6*	*89,0*
	Títulos hipotecarios	—	—	—	—	—	*79,2*
A.6.	Títulos de renta fija	6,9	9,2	56,8	77,1	91,7	97,5
	Emitidos por administraciones públicas	5,5	17,9	34,5	55,5	65,4	64,6
	Deuda del Estado	*4,4*	*19,2*	*33,9*	*55,6*	*55,4*	*63,8*
	Deuda de entes autonómicos	—	—	—	—	*9,3*	—
	Deuda de corporaciones locales	*1,1*	*−1,3*	*0,6*	*−0,3*	*0,7*	*0,8*
	Emitidos por empresas	1,8	−11,5	15,0	8,2	17,5	32,2
	Empresas (excepto INI)	*2,0*	*−11,1*	*15,1*	*7,8*	*15,2*	*32,2*
	INI	*−0,2*	*−0,4*	*−0,1*	*0,4*	*2,3*	—
	Emitidos por Instituciones financieras	*−0,4*	*2,8*	*9,3*	*13,4*	*8,8*	*0,7*
	Crédito oficial	*−0,4*	*2,8*	*9,3*	*13,4*	*8,8*	*0,7*
A.11.	Títulos de renta variable	48,2	47,0	94,0	112,0	101,4	122,3
	Emitidos por empresas	21,8	19,8	78,5	76,3	70,9	67,7
	Emitidos por Instituciones financieras	26,4	27,2	15,5	35,7	30,5	54,6
	Banca	*21,1*	*19,8*	*6,1*	*29,6*	*23,0*	*48,5*
	Sociedades mediadoras	—	—	—	—	—	*0,5*
	Cooperativas	*1,9*	*2,7*	*5,4*	*1,4*	*4,4*	*4,5*
	Empresas de seguros	*3,4*	*4,7*	*4,0*	*4,7*	*3,1*	*1,1*

Fuente: Banco de España, *Informe anual 1982.*

crecimiento juzgados compatibles con el logro de los restantes objetivos de la política económica —crecimiento real de la economía, tasa de inflación, saldo de la balanza de pagos, etc.

Para conseguir esa evolución de las disponibilidades líquidas —conocida habitualmente como «variable intermedia» en la jerga económica, por contraposición a las «variables finales»: crecimiento, inflación, etc. —, el Banco de España debe controlar los «activos líquidos» o «reservas de caja» de los bancos. Como es sabido, éstos suelen mantener un exceso sobre los depósitos que transforman en créditos. Las razones para mantener esos excedentes de activos líquidos son de un doble orden: ante todo, porque disposiciones legales les obligan a ello —tal es el caso del llamado coeficiente de caja, el cual obliga hoy en día a los «bancos» a mantener en el Banco de España un 18 por 100 de sus depósitos—; en segundo término, porque, dependiendo de la política de cada entidad bancaria y de sus preferencias por la liquidez, éstas mantienen voluntariamente un exceso no sólo para atender con holgura las retiradas de depósitos de sus clientes, sino también para poder en un cierto momento acelerar su política

CUADRO N.° 3

INSTITUCIONES FINANCIERAS. OPERACIONES FINANCIERAS (M.M.)

	1972	1973	1974	1975	1976
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (—) DE FINANCIACION	7,1	5,8	—0,3	—11,4	—14,9
Ajuste	3,6	18,0	27,3	16,7	15,9
FINANCIACION NETA RECIBIDA (P-A)	—10,7	—23,8	—27,0	—5,3	—1,0
A. VARIACION NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS (a)	814,2	1.032,3	1.237,8	1.360,8	1.873,1
A.1. Operaciones interbancarias	80,0	79,1	305,0	169,3	491,9
Efectivo y depósitos en el BE	34,8	23,7	64,0	34,2	20,2
Depósitos obligatorios en el BE	0,7	10,6	—0,1	—2,0	3,5
Otros disponibles en el BE	—15,4	—3,7	1,6	—7,7	3,9
Certificados de regulación monetaria del BE	—	2,3	—1,6	—0,1	—0,5
Créditos de regulación monetaria BE	—	—	34,0	4,0	166,6
Créditos disposición automática BE	4,9	2,7	50,1	1,2	20,1
Otros créditos del BE	1,2	—1,7	1,7	12,3	11,1
Préstamos interbancarios especiales	—2,2	3,0	16,9	28,4	28,9
Préstamos interbancarios ordinarios	56,0	42,2	138,4	99,0	238,1
A.5. Títulos del mercado monetario	20,1	26,5	19,3	16,6	18,7
A.6. Títulos de renta fija	57,7	58,1	59,0	91,0	123,7
A.7. Títulos de renta fija no negociable	31,1	12,0	25,9	53,8	121,0
A.8. Créditos interiores otorgados	417,2	656,6	817,5	897,9	1.010,4
A administraciones públicas	—13,7	23,6	68,6	75,2	—15,0
En pesetas	*—13,7*	*23,6*	*68,6*	*75,2*	*—15,9*
En moneda extranjera	—	—	—	—	*0,9*
A familias y empresas	430,9	633,0	748,9	822,7	1.025,4
En pesetas	*428,4*	*623,1*	*706,2*	*769,0*	*977,2*
En moneda extranjera	*2,5*	*9,9*	*42,7*	*53,7*	*48,2*
A.9. Créditos exteriores otorgados	156,7	143,1	—74,1	9,6	7,9
A.11. Títulos de renta variable	29,5	39,8	47,0	65,6	59,5
A.12. Inversiones en el extranjero	0,5	1,3	0,8	1,5	0,7
En inmuebles	—	0,1	0,1	0,3	—
En títulos de renta fija y variable	0,5	1,2	0,7	1,2	0,7
A.13. Sin clasificar	21,4	15,8	37,4	55,3	39,3

(a) Aumento (+), disminución (—).
Fuente: Banco de España, *Informe anual 1982.*

CUADRO N.º 3 *(Continuación)*

INSTITUCIONES FINANCIERAS. OPERACIONES FINANCIERAS (M.M.)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (—) DE FINANCIACION	17,5	—31,2	78,0	153,2	175,0	71,7
Ajuste	28,1	54,6	—5,6	6,4	—12,3	—32,7
FINANCIACION NETA RECIBIDA (P-A)	—45,6	—23,6	—72,4	—159,6	—162,7	—39,0
A. VARIACION NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS (a)	2.079,4	2.313,9	3.184,5	3.390,4	4.053,3	5.201,1
A.1. Operaciones interbancarias	285,9	105,9	825,4	551,1	878,1	1.698,8
Efectivo y depósitos en el BE	42,1	90,5	101,6	77,5	90,3	192,5
Depósitos obligatorios en el BE	—14,7	16,6	257,0	50,9	24,9	66,4
Otros disponibles en el BE	6,0	—3,1	8,2	—6,6	—13,2	—18,3
Certificados de regulación monetaria del BE	—0,1	33,7	57,7	83,5	375,8	407,9
Créditos de regulación monetaria BE	—46,9	—127,0	17,1	13,2	—52,8	0,9
Créditos disposición automática BE	7,7	—26,5	—0,7	—10,7	—37,3	—85,7
Otros créditos del BE	42,2	30,3	78,8	—24,8	145,3	160,8
Préstamos interbancarios especiales	32,3	49,2	73,7	65,4	59,7	216,1
Préstamos interbancarios ordinarios	217,3	42,2	232,0	302,7	285,4	758,2
A.5. Títulos del mercado monetario	16,1	11,7	—1,0	—11,7	24,0	19,6
A.6. Títulos de renta fija	147,4	121,1	124,3	126,5	164,0	233,0
A.7. Títulos de renta fija no negociable	102,0	132,6	182,3	137,8	125,7	130,0
A.8. Créditos interiores otorgados	1.215,2	1.223,4	1.483,7	2.081,3	2.368,5	2.783,1
A administraciones públicas	108,1	181,9	248,7	408,2	636,4	888,8
En pesetas	*109,4*	*181,9*	*248,7*	*406,8*	*632,3*	*885,5*
En moneda extranjera	*—1,3*	—	—	*1,4*	*4,1*	*3,3*
A familias y empresas	1.107,1	1.041,5	1.235,0	1.673,1	1.732,1	1.894,3
En pesetas	*1.052,1*	*1.025,0*	*1.149,5*	*1.631,0*	*1.735,8*	*1.933,1*
En moneda extranjera	*55,0*	*16,5*	*85,5*	*36,1*	*—3,7*	*—38,8*
A.9. Créditos exteriores otorgados	219,6	584,9	498,5	253,7	428,3	79,1
A.11. Títulos de renta variable	43,3	70,2	21,3	24,4	48,0	53,8
A.12. Inversiones en el extranjero	2,5	2,9	5,6	7,4	8,1	47,3
En inmuebles	0,8	—0,5	0,1	0,6	1,2	3,8
En títulos de renta fija y variable	1,7	3,4	5,5	6,8	6,9	43,5
A.13. Sin clasificar	47,4	61,2	44,4	218,9	8,6	156,4

(a) Aumento (+), disminución (—).
Fuente: Banco de España, *Informe anual 1982.*

de concesión de créditos a particulares y empresas o prestar más a corto plazo a las restantes instituciones que, como ellos, intervienen en el mercado monetario.

Dado que existe una relación relativamente estable entre los activos líquidos o reservas de caja y los depósitos bancarios totales, el Banco de España puede definir el crecimiento de los mismos, «variable instrumental» es su nombre técnico, que permita conseguir la evolución deseada de las disponibilidades líquidas —o «variable intermedia»—. El logro de ese objetivo no es fácil, pues la actuación del banco emisor debe compensar en todo momento y en el sentido adecuado la actuación de aquellos grandes agentes económicos que con su actividad crean dinero. Esos sectores —conocidos como «factores autónomos» de creación de liquidez— son el Sector Público, el Sector Exterior y el público en general cuando demanda dinero en efectivo —o sea, billetes y moneda metálica.

El Banco, por tanto, con los instrumentos que analizaré después, intenta absorber o proporcionar liquidez cuando la actuación de los factores autónomos la crea en exceso, o generarla cuan-

do aquéllos no la facilitan en cantidad suficiente. Esa actuación del Banco de España es absolutamente determinante de la evolución del mercado monetario, pues según inyecte o drene activos líquidos, dicho mercado contará con mayores o menores fondos que negociar a través de los diferentes instrumentos y activos en él intercambiados y, en consecuencia, el precio de esos activos, medido en términos de tipo de interés, bajará o subirá.

2. Los bancos

Después del Banco de España, las instituciones más importantes en nuestro mercado monetario son, sin duda, los bancos. Ya me refería antes a cómo los «bancos» —que en nuestro caso incluyen también a las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito— mantienen un determinado porcentaje de sus depósitos como excedente para utilizar como colchón ante un cambio en su política de concesión de créditos o como consecuencia de sus expectativas respecto a cuál puede ser la política monetaria futura del banco emisor. Esos excedentes no están ociosos, sino que se prestan —o se toman— en el mercado monetario en forma de cesión —o adquisición— a muy corto plazo —entre un día y tres meses por lo general— de depósitos a otras instituciones participantes en el mercado, o se emplean para adquirir un activo muy peculiar que el Banco de España emite mediante subastas periódi-

CUADRO N.º 4

INSTITUCIONES FINANCIERAS. OPERACIONES FINANCIERAS (M.M.)

	1972	1973	1974	1975	1976
P. VARIACION NETA DE PASIVOS FINANCIEROS (a)	803,5	1.008,5	1.210,8	1.355,5	1.872,1
P. 1. Operaciones interbancarias	63,0	27,3	258,0	154,9	435,7
Efectivo y depósitos en el BE	34,4	24,8	64,3	33,5	16,8
Depósitos obligatorios en el BE	0,8	10,6	−0,1	−2,0	2,8
Otros disponibles en el BE	−15,0	−4,0	2,0	−7,0	2,7
Certificados de regulación monetaria del BE	—	2,2	−0,2	−0,1	−0,9
Créditos de regulación monetaria del BE	—	—	34,0	4,0	166,5
Créditos disposición automática del BE	4,9	2,7	49,8	1,5	19,9
Otros créditos del BE	1,5	−1,5	−3,8	18,5	11,3
Préstamos interbancarios especiales	−2,0	2,1	14,8	25,9	24,8
Préstamos interbancarios ordinarios	38,4	−9,6	97,2	80,6	191,7
P. 2. Disponibilidades líquidas	554,9	716,8	703,9	816,7	970,4
P. 3. Depósitos no monetarios	26,8	36,2	47,5	114,6	82,8
En el sistema crediticio	2,6	9,2	19,3	100,8	41,7
En las cooperativas	23,2	25,6	26,5	12,5	39,5
En las empresas de seguro	1,0	1,4	1,7	1,3	1,6
En las sociedades mediadoras	—	—	—	—	—
P. 4. Depósitos de administraciones públicas	6,0	16,3	16,8	2,2	34,0
En el sistema crediticio	6,0	16,3	16,8	2,2	34,0
En las cooperativas	—	—	—	—	—
P. 5. Emisión de títulos del mercado monetario	21,2	55,4	55,1	55,6	44,7
P. 6. Emisión de títulos de renta fija	−0,4	−0,4	−0,4	−0,4	4,5
P. 8. Créditos interiores recibidos (De administraciones públicas)	17,6	25,5	46,1	97,3	115,2
P. 9. Créditos exteriores recibidos	70,4	64,2	−1,6	120,5	105,0
P.10. Reservas técnicas de seguro	8,4	10,8	13,0	16,0	19,2
P.11. Títulos de renta variable	18,3	36,7	47,3	57,6	54,0
P.13. Sin clasificar	17,3	19,7	25,1	−79,5	6,6

(a) Aumento (+), disminución (−).
Fuente: Banco de España, *Informe anual 1982.*

CUADRO N.º 4 *(Continuación)*

INSTITUCIONES FINANCIERAS. OPERACIONES FINANCIERAS (M.M.)

	1977	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*
P. VARIACION NETA DE PASIVOS FINANCIEROS (a)	2.033,8	2.290,3	3.112,1	3.230,8	3.890,6	5.162,1
P. 1. Operaciones interbancarias	265,2	75,2	763,3	532,5	890,2	1.778,9
Efectivo y depósitos en el BE	51,8	88,4	106,2	64,1	98,2	181,6
Depósitos obligatorios en el BE	−12,0	13,1	257,4	51,6	25,1	50,6
Otros disponibles en el BE	7,1	0,3	−0,5	−1,5	−10,2	−9,3
Certificados de regulación monetaria del BE	−0,5	36,6	62,2	88,1	379,0	376,3
Créditos de regulación monetaria del BE	−46,9	−127,0	17,1	13,2	−52,8	0,9
Créditos disposición automática del BE	7,4	−26,6	−0,7	−10,6	−37,3	−85,4
Otros créditos del BE	38,8	35,3	54,3	−15,6	168,1	171,2
Préstamos interbancarios especiales	26,2	46,6	70,8	57,3	73,7	209,9
Préstamos interbancarios ordinarios	193,3	8,5	196,5	285,9	246,4	883,1
P. 2. Disponibilidades líquidas	1.166,0	1.455,2	1.582,1	1.727,5	1.905,5	2.118,0
P. 3. Depósitos no monetarios	126,2	199,6	163,4	219,9	224,3	256,4
En el sistema crediticio	90,3	142,2	95,8	137,6	132,4	149,2
En las cooperativas	34,6	54,5	65,8	79,9	93,0	96,7
En las empresas de seguro	1,3	2,9	1,8	2,4	−1,1	1,9
En las sociedades mediadoras	—	—	—	—	—	8,6
P. 4. Depósitos de administraciones públicas	56,9	−3,3	51,3	50,7	34,6	114,7
En el sistema crediticio	56,9	−3,3	51,3	43,5	31,3	112,9
En las cooperativas	—	—	—	7,2	3,3	1,8
P. 5. Emisión de títulos del mercado monetario	23,5	11,5	−4,8	37,9	49,9	169,9
P. 6. Emisión de títulos de renta fija	9,5	4,0	16,6	17,2	18,2	14,6
P. 8. Créditos interiores recibidos (De administraciones públicas)	146,7	150,0	159,8	174,6	238,4	265,6
P. 9. Créditos exteriores recibidos	161,8	289,1	310,5	351,6	412,1	280,3
P.10. Reservas técnicas de seguro	29,0	42,8	37,8	45,5	35,2	50,0
P.11. Títulos de renta variable	29,5	36,9	31,1	51,8	49,7	74,4
P.13. Sin clasificar	19,5	29,3	1,0	21,6	32,5	39,3

(a) Aumento (+), disminución (−).
Fuente: Banco de España, *Informe anual 1982.*

cas cuando necesita controlar el crecimiento de la cantidad de dinero.

Dichos excedentes constituyen un porcentaje reducidísimo de los depósitos bancarios —la media del primer semestre de 1983 fue del orden del 0,07—, pero aplicado a una cifra tan elevada como la de los depósitos —casi 16 billones y medio de pesetas— constituye una cifra altísima, justificativa de la afirmación inicial, según la cual los bancos eran, junto con el Banco de España, las instituciones dominantes en el mercado monetario. Ese predominio, dicho sea de paso, ha marcado de forma muy importante el desarrollo del mercado monetario español y condicionado también su futuro. Sobre ambas afirmaciones me extenderé en la última parte de este trabajo, al hablar de las perspectivas de cambio de ese mercado.

3. Otros intermediarios financieros

En el mercado monetario hacen acto de presencia otros intermediarios financieros no bancarios, entre los cuales podemos mencionar a las compañías de seguros, las sociedades y fondos de inversión, las entidades de capitalización y ahorro y, en menor medida, las entidades de financiación.

Por regla general, estos inter-

mediarios encuentran en este mercado el marco idóneo para invertir una parte, menor o mayor, de los fondos que en su específica actividad recogen. Dicha inversión les ofrece grandes ventajas, dada las características de rentabilidad, riesgo y plazo propias de los activos habitualmente negociados en el mercado. Un dato importante es que, dados los rasgos de la actividad de estos intermediarios, los fondos que, provenientes de ellos, llegan al mercado monetario acusan una menor volatilidad que los bancarios e imprimen una cierta estabilidad a la evolución de las cantidades y tipos negociados.

4. Empresas no financieras

El mercado monetario ofrece un vehículo ideal para aquellas grandes empresas que, en épocas determinadas, cuentan con fuertes excedentes de tesorería, como consecuencia del desigual flujo de gastos e ingresos. Para ellas resulta también muy rentable y seguro, al igual que sucede con los intermediarios financieros no bancarios, el empleo temporal de esos excedentes en alguno de los activos negociados en el mercado monetario.

Pero el mercado monetario sirve igualmente la otra faceta de las necesidades financieras de estas empresas: a saber, la de obtener fondos a corto plazo como vía complementaria de sus planes de financiación a medio y largo plazo, emitiendo los activos adecuados a las exigencias de este mercado.

5. Los mediadores

Estamos, debo repetirlo otra vez, ante un mercado muy especial. Un mercado de mayoristas, en el cual las transacciones son habitualmente por cientos o miles de millones de pesetas, y un mercado en el que, como consecuencia de lo anterior, sólo actúan verdaderos especialistas. Es decir, personas capacitadas y entrenadas para tomar muchas decisiones rápidamente y, por lo general, basándose más en la experiencia y la intuición que en profundos conocimientos teóricos y en minuciosos estudios.

En la mayoría de los casos, esas personas, y las instituciones que representan, no se ponen en contacto entre sí para llevar a cabo sus transacciones, sino que cuentan con los servicios de personas o entidades igualmente especializadas para actuar como intermediarios. Una regla muy sencilla permite dividir a estos intermediarios en dos grandes grupos: los que actúan simplemente por cuenta de ambas partes, poniéndoles en contacto y ayudando a cerrar el trato, pero sin adquirir ni vender por cuenta propia los activos en cuestión. En otras palabras, sin tomar riesgo. Su remuneración consiste, por tanto, en una comisión, fijada por lo general como un tanto por ciento sobre el importe nominal del activo negociado y cobrada, según los casos, de una o ambas partes. Los *brokers*, o mediadores por cuenta ajena en el mercado de depósitos bancarios, los agentes de cambio y bolsa y los corredores de comercio constituyen un ejemplo de ello.

Otros mediadores asumen riesgos por su propia cuenta. O sea, adquieren para sí los activos que compran y cuando venden lo hacen de su propia cartera. Su actividad está remunerada, por tanto, por las diferencias entre los precios de compra y los de venta, aun cuando también pueden cargar comisiones por ciertos servicios llevados a cabo y que se asimilan a los efectuados por los *brokers*. Las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y, en menor grado, las juntas sindicales de las Bolsas de Comercio, son ejemplos de esta clase de mediadores. Para ellos, a diferencia de los intermediarios puros, la política monetaria practicada por el Banco es vital, pues de ella dependerá el mayor o menor coste de financiar su cartera de activos y, por ende, las pérdidas o beneficios que realicen al venderlos.

IV. MERCADO MONETARIO: LOS INSTRUMENTOS

En este apartado, voy a hacer una descripción muy sintética de los instrumentos o activos negociados en los diferentes mercados monetarios. Esta utilización del plural —«los» mercados monetarios— cobra ahora su sentido, puesto que «el» mercado monetario es, en realidad, la conjunción de una diversidad de mercados en cada uno de los cuales se negocian los siguientes activos.

1. Certificados de Regulación Monetaria del Banco de España (CRM)

Se trata de un activo emitido al descuento por el Banco de España mediante subastas decenales, a las que sólo pueden concurrir los bancos y restantes intermediarios financieros, pero no las empresas no financieras y el público en general.

El volumen de CRM subastado cada diez días por el Banco responde a las necesidades de dre-

naje de activos líquidos que en cada momento tenga. Por lo general, el Banco de España emite siempre CRM a tres meses y a veces a plazos diferentes —siete y treinta días—; en ocasiones excepcionales puede efectuar subastas diarias de CRM a un día. En cualquier caso, la cantidad nominal mínima que puede adquirirse es de 10 millones de pesetas.

Dos peculiaridades deben señalarse al hablar de este instrumento: primera, que pueden adquirirlos y negociarlos un número limitado de instituciones, con lo cual quedan excluidos de participar en sus mercados primario y secundario instituciones y personas que aportarían fondos adicionales; segundo, como consecuencia de ello, en épocas en que el Banco de España se ve obligado a drenar liquidez para mantener el crecimiento de las reservas de caja de los bancos controlados, los tipos de interés en los mercados de este activo alcanzan niveles muy superiores a los de los restantes mercados y, especialmente, a los de un activo muy semejante, cual es el Pagaré del Tesoro.

2. Pagarés del Tesoro (PT)

Los CRM del Banco de España son un activo sin riesgo alguno, a plazos cortos y dotado de plena liquidez. Esas mismas características adornan a los Pagarés del Tesoro, si bien éstos suelen emitirse a plazo algo más largo —seis y doce meses.

Esta modalidad de deuda pública a corto plazo se emite también al descuento mediante subastas quincenales y, a diferencia de los CRM, puede acudir a ellas cualquier persona que desee invertir un nominal mínimo de un millón de pesetas, en el caso de PT a seis meses, y medio millón si los PT son a un año. Esta mayor diversidad de potenciales inversores explica que los PT puedan formalizarse de una manera más amplia que los CRM y es que éstos, al adquirirse y negociarse sólo entre entidades financieras, no precisan más que la simple anotación en unas cuentas mantenidas en los archivos de los ordenadores del Banco de España. Por el contrario, los PT pueden formalizarse en tres formas diferentes: en anotaciones en cuenta, como los CRM; en títulos fungibles amparados en una referencia técnica, como cualquier valor de los negociados en las Bolsas; o como títulos a la orden, emitidos en documentos transmisibles físicamente mediante endoso.

Para las dos modalidades de PT citadas en primer lugar se han desarrollado mercados secundarios activos: el de PT en anotaciones en cuenta se centraliza en el Banco de España; el de PT en títulos fungibles, en las Bolsas de Comercio.

El problema de los PT es que las grandes entidades financieras —esencialmente bancos y cajas de ahorros— no tienen interés alguno en invertir en PT, pues siempre pueden obtener una rentabilidad mayor canalizando sus fondos hacia los CRM La consecuencia es clara; mientras existan estos dos mercados para dos activos que son prácticamente idénticos, el desarrollo de los PT estará sometido a una fuerte hipoteca (2).

3. Depósitos

Se trata de un activo, el depósito, que constituye para las instituciones parte de esas reservas de caja en cuyo nivel influye decisivamente la política monetaria del Banco de España.

Ya señalé antes cómo las entidades bancarias mantienen un excedente de activos líquidos sobre el nivel legalmente fijado por el coeficiente de caja. En un principio, la fundamentación de esta actitud residía en el deseo de cubrirse de posibles fluctuaciones imprevistas en su tesorería. Pero, poco a poco, a medida que el Banco de España fue refinando sus técnicas de control monetario y las variaciones de excedentes de tesorería resultaron más previsibles, las entidades fueron concibiendo este mercado de depósitos como el escenario para una estrategia más ambiciosa, destinada, ya sea a financiar activos —este mercado ha sido básico para desarrollar el mercado de crédito a tipo de interés variable, pues de aquí obtienen en parte fondos los bancos y cajas que otorgan tales créditos y sus tipos están ligados por un diferencial a los tipos del mercado de depósitos al plazo acordado previamente—, ya a rentabilizar de forma habitual los excedentes sobre el coeficiente legal de caja.

Como es lógico, el mercado se desarrolló y funciona fundamentalmente entre bancos, aun cuando también han empezado a intervenir en escala muy modesta, y desde hace un par de años tan sólo, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y las juntas sindicales de las Bolsas de Comercio.

4. Activos computables en el Coeficiente de Inversión

A diferencia del mercado de depósitos, que son activos com-

putables en el coeficiente de caja de las instituciones bancarias, existe un mercado de activos computables en los coeficientes de inversión obligatoria que estas entidades deben cumplir.

Al igual que el anterior, es un mercado interbancario, pero en él no se negocian depósitos en el Banco de España, que una parte cede y otra acepta; en el llamado mercado de computables, una entidad, que cuenta con un exceso de activos legalmente exigibles en el coeficiente, negocia con otra, que cuenta en su cartera con menos de los necesarios, la financiación por ésta última de esa parte excedentaria. La primera sigue, por así decirlo, siendo propietaria de los activos y asume todos los riesgos anejos a ellos hasta su vencimiento; la segunda se limita a financiar parte de la cartera de activos de la otra entidad, pero no un activo o activos concretos, no asume riesgo alguno y computa en su propio coeficiente la cuantía cuya financiación ha asumido.

5. Letras de cambio

Este mercado nació de la mano de los bancos extranjeros establecidos en España a partir de 1978 y se debió a la necesidad que estas entidades tienen de encontrar fuentes de financiación alternativa a la tradicional de depósitos —pues el decreto regulador de su autorización en España los limita al 40 por 100 de sus inversiones en valores y créditos a entidades españolas, más los activos de cobertura del coeficiente de caja.

El funcionamiento de este mercado está íntimamente ligado a las garantías que los bancos aportan a las letras de cambio en él negociadas. En efecto, las letras son libradas por la entidad bancaria a su propia orden y con cargo a un cliente; es decir, el banco concede de esta forma un crédito bajo la forma de descuento de la letra. Posteriormente, las endosa en blanco y las cede, con lo cual pueden transmitirse con toda seguridad, pues el banco o la caja de ahorros responde de su pago. Al actuar de esta forma, la entidad está obteniendo financiación de un tercero.

El mercado de letras se desarrolla en una parte sustancial en las Bolsas de Comercio y con la intervención de los agentes de cambio y bolsa, lo cual añade una garantía suplementaria para el tenedor del efecto.

6. Pagarés de Empresa

El pagaré es un compromiso de pago contraído por una empresa a favor del tenedor a fecha fija, que es la fecha de vencimiento del pagaré. Los pagarés a la orden destinados a ser negociados en el mercado de la Bolsa deberán ser librados por empresas clientes del banco agente, debidamente timbrados e intervenidos por agente mediador colegiado, domiciliándose su pago en las oficinas del banco. Estos pagarés serán subastados en los días que el banco designe.

Los pagarés nacen porque las empresas necesitan una mayor diversificación de sus fuentes de financiación a costes más acordes con los mecanismos del mercado. Para su mejor comprensión, es necesario aludir a las relaciones existentes entre la empresa emisora de los pagarés y el banco agente por un lado y, por otro, de este banco con la Bolsa.

Las relaciones jurídicas y económicas entre la empresa emisora y su banco están amparadas por tres tipos de contrato:

a) El contrato de crédito subsidiario, mediante el cual el banco abre a la empresa una línea de crédito, al amparo de la cual será atendida en su momento la liquidez de los pagarés, si no ha sido previamente cancelada la línea.

b) El contrato de mandato de emisión, que cubre los extremos referentes a las condiciones en que se realizará la emisión: personas autorizadas para dar las órdenes oportunas en nombre de la empresa, forma en que el banco completa los pagarés previamente en su poder, vencimiento de los mismos, etc.

c) El contrato de compromiso de descuento por el banco a la empresa de los pagarés que se emiten, antecedente necesario para la causalidad mercantil del pagaré, puesto que éste no puede ser un título abstracto y debe referirse a la operación mercantil de donde procede.

Las relaciones jurídicas y económicas entre el banco agente y la Bolsa están contenidas en el contrato suscrito entre ambos. Es importante destacar, por último, que:

1) Hay un crédito subsidiario del banco a la empresa emisora. Es decir, el banco atenderá la amortización de los pagarés a su vencimiento si la línea de crédito está vigente.

2) Dado el reciente nacimiento en España de este mercado, no existen empresas de *rating* al estilo de otros mercados, empresas que tienen la misión de «calificar» la entidad emisora a efectos de evaluar el riesgo de su papel.

3) A diferencia del mercado americano, la colocación de los títulos se hace utilizando la Bolsa de Valores.

V. EL MERCADO MONETARIO: SU FUNCIONAMIENTO Y CAMINOS DE REFORMA

Se han descrito ya los instrumentos, las instituciones y los mecanismos básicos determinantes del funcionamiento del mercado monetario. El cuadro número 5 intenta dar una imagen de su evolución en cifras durante los tres años y medio últimos.

Claramente se observa el predominio de los CRM del Banco de España; el rápido incremento de los PT, desde la modesta cifra de 30.000 millones a finales de 1981 a los más de 580.000 en noviembre de 1983; destacan también el fuerte crecimiento de las letras bursátiles y el del más moderno instrumento: los pagarés de empresa.

No se ha incluido en el cuadro un instrumento que en otros mercados monetarios extranjeros constituye pieza importante: los certificados de depósito. La razón es doble: tradicionalmente, los certificados de depósito emitidos por bancos y cajas de ahorros no han tenido jamás un verdadero mercado secundario, sino lo que antes he calificado de seudo-mercado. En otros términos, los emisores, al estar siempre dispuestos a asegurar la liquidez de sus certificados a un precio igual o muy próximo al nominal, han impedido el desarrollo de un mercado secundario. Podría argüirse que ésta no es razón suficiente para excluir a los certificados como parte del mercado monetario, pero aquí he preferido atenerme a los criterios descritos en el apartado primero, y por esa razón no los incluyo.

Volviendo ahora al funcionamiento del mercado, ya indiqué antes su estrecha dependencia respecto a las decisiones que el Banco de España adopta en cada momento para controlar la evolución de los activos líquidos o reservas de caja de las entidades bancarias. Ese papel de protagonista del Banco queda señaladamente marcado por el simple hecho de que, a 30 de noviembre de 1983, por ejemplo, el saldo de CRM en circulación superaba holgadamente al de todos los restantes instrumentos del mercado monetario juntos.

El gráfico 1 y el cuadro número 6 muestran la evolución reciente de tres y cuatro de los cinco instrumentos del mercado monetario recogidos en el cuadro número 5. Se observará que los tipos de interés de los CRM son los más elevados y marcan la pauta a seguir por los restantes instrumentos negociados en el mercado.

Ya se ha señalado antes que tal hecho era debido fundamentalmente a la necesidad de financiar un déficit público que ha crecido muy deprisa y que, además, se ha venido financiando mediante recurso al crédito del Banco de España, en lugar de mediante emisión de deuda y la consiguiente apelación al ahorro privado. Ello ha forzado a nuestro banco emisor a una política compensatoria de esa generación de liquidez, emitiendo y colocando CRM, en una tarea de drenaje extraordinariamente perturbadora en términos de estabilidad y nivel de los tipos de interés del mercado monetario, y muy costosa en términos de cuenta de resultados y, por tanto, de beneficios del Tesoro.

La primera conclusión respecto al futuro del mercado monetario es, por tanto, clara: sólo una

CUADRO N.° 5

EL MERCADO MONETARIO: SALDOS
(Miles de millones de pesetas)

Instrumentos	*1980*	*1981*	*1982*	*30-11-83*
Certificados de regulación Monetaria (1)	169,7	526,4	882,4	1.708,1
Pagarés del Tesoro (1)	—	30,—	115,—	583,9
Depósitos interbancarios (1) (*)	213,8	228,3	431,4	405,2
Activos computables en el coeficiente de inversión	69,8	64,7	94,2	157,1
Letras Bursátiles (2) (*)	14,4	52,4	74,9	39,7
Pagarés de Empresas (**)	—	—	5,1	54,—

(1) Se trata de saldos vivos nominales.

(2) Son letras en circulación negociadas en el Mercado Bursátil y no el total de las en circulación que, para los años recogidos en el cuadro, ascendían, respectivamente, a 36,5; 112,7; 271,6 y 278,5 (en octubre de 1983) miles de millones de pesetas.

(*) Octubre de 1983.

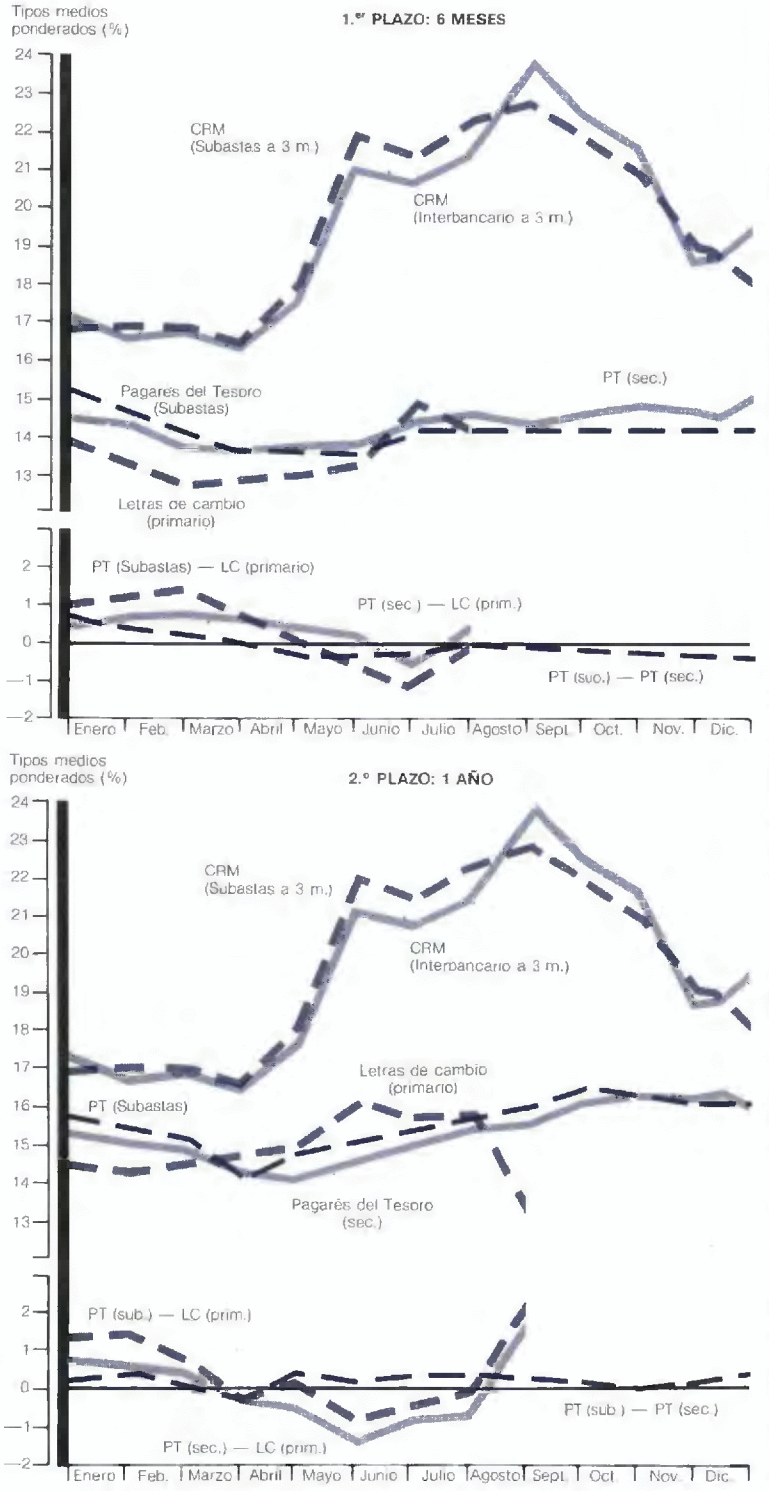
(**) Autorizados por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera..

reducción del déficit y, por consiguiente, de la emisión de CRM impartirá una mayor estabilidad a los tipos, al tiempo que permite adquirir mayor importancia a otros instrumentos; especialmente a los Pagarés del Tesoro.

La segunda conclusión es consecuencia indirecta de la primera. A saber, que la evolución futura de los mercados existentes y su ampliación, tanto en lo referente al número de participantes como de instrumentos, sólo se conseguirá cuando los principales intermediarios financieros —y me refiero a bancos y cajas de ahorros— estén interesados en constituir una segunda línea de liquidez —lo cual les permitirá ajustarse con mayor flexibilidad a las variaciones de la política monetaria— compuesta por diferentes activos, y no exclusivamente por CRM.

Por último, la ampliación del mercado monetario depende en buena parte de su capacidad para atraer el ahorro del público en general. Ello se logrará únicamente si se le ofrecen los instrumentos adecuados en rentabilidad, riesgo y plazo. Así he comenzado definiendo el mercado monetario, y éste conseguirá su auténtica carta de naturaleza cuando responda eficaz y generalmente a esas tres exigencias. Confiemos en que sea pronto.

GRAFICO 1
EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES. AÑO 1983



CUADRO N.º 6

MERCADOS MONETARIOS
Evolución Tipo de Interés
Noviembre-Diciembre
(28-11 a 3-12)

	Día 28	Día 29	Día 30	Día 1	Día 2	Día 3	Medias: Semana	Semana anterior	Mes anterior
Préstamos B.E. (medio)	—	19,764	—	19,971	20,295	20,362	20,175	19,508	22,772
CRM 3 meses. Subasta	—	—	18,814	—	—	—	18,814	18,971	21,257
CRM-Interbancario									
• 1 día	19,29	19,41	19,36	19,79	20,13	19,98	19,54	13,50	22,26
• 1 semana	18,71	18,97	18,87	19,47	19,25	19,50	18,97	16,01	22,24
• 1 mes	18,90	18,99	18,86	19,00	19,23	—	18,90	18,57	22,47
• 3 meses	—	—	18,39	19,14	19,25	—	18,90	19,88	19,81
Pagarés del Tesoro									
• 3 meses : — M. Secundario	—	14,432	15,491	14,545	14,412	—	14,548	14,190	14,104
• 6 meses : — Subasta	—	—	—	—	—	—	—	14,539	14,523
— M. Secundario	—	15,326	14,554	14,069	15,213	—	14,578	14,797	14,910
• 1 año : — Subasta	—	—	—	—	—	—	—	16,098	16,103
— Secundario	—	16,214	16,152	16,291	16,188	—	16,207	16,158	16,121
Pagarés Bancarios									
• 3 meses	—	—	—	—	—	—	—	—	—
• 6 meses	—	14,935	—	14,778	13,930	—	14,611	14,329	14,825
• 1 año	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Letras de cambio: Bolsa de Madrid									
• 3 meses	—	—	13,987	—	13,631	—	13,932	—	15,432
• 6 meses (M. Primario)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
• 1 año (M. Primario)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pagarés de Empresa									
• 3 meses	—	15,666	—	—	—	—	15,666	—	17,497
• 6 meses	—	15,442	—	15,442	—	—	15,442	15,878	16,355
• 1 año	—	16,367	16,341	16,502	16,663	—	16,403	16,592	16,583

PAGARES DEL TESORO: MERCADO BURSATIL
(Millones)

Negociación:	Día 29	Día 30	Día 1	Día 2	Totales: Semana	Semana anterior	Mes anterior	Mes año anterior
• Emisiones a 6 meses	1.514	165	1.235	75	2.989	737	3.297	445
• Emisiones a 1 año	1.078	561	117	2.418,5	4.164,5	5.679	9.931,5	3.924
TOTAL	2.592	716	1.362	2.493,5	7.153,5	6.416	13.228,5	4.369
• A vencimiento	1.121	216	133	310,5	1.780,5	800	3.336,5	2.365
• Pacto recompra	1.471	500	1.219	2.183	5.373	5.616	9.893,5	2.014

NOTAS

(1) Las peculiaridades de nuestro sistema financiero permiten mayores complicaciones, en cuya explicación no voy a entrar ahora y que dan lugar a lo que se ha denominado los «seudo-mercados». Con este término se pretende aislar a aquellos mercados secundarios en los cuales el emisor asegura la liquidez del activo que él mismo ha emitido, en condiciones tales que ningún otro agente económico está interesado en negociar en él; tal es el caso de los «seudo-mercados» de certificados de depósito de la mayoría de bancos y cajas de ahorros y el de bonos de caja de gran parte de los bancos industriales. De hecho, pues, no existe un auténtico mercado secundario.

(2) Cuando este artículo aparezca, el problema habrá desaparecido, al haber dejado de emitir CRM el Banco de España desde el 1 de enero de 1984.