

LA FINANCIACION DE LA ECONOMIA A TRAVES DEL MERCADO DE CAPITALES

La primera parte del artículo de **Francisco Javier Ramos Gascón** comienza subrayando el carácter del mercado de capitales como pieza del sistema financiero, al servicio de los objetivos globales de éste. Tras una consideración de las funciones de ambos, destaca de manera especial el significado de la Bolsa como instrumento de transformación temporal de los recursos invertidos en valores y como mecanismo de apoyo al mercado de emisiones. Analiza a continuación los efectos de la crisis respecto del mercado de capitales español y sus consecuencias sobre la contribución del mismo a la financiación de la economía. Dentro de esta tendencia, se refiere al crecimiento relativo de la absorción de recursos por el sector público, en detrimento de la financiación al sector privado, y estudia la influencia que el debilitamiento del mercado como fuente financiera para las empresas y la reducción de los plazos de las emisiones han tenido sobre su estructura financiera. En la parte final trata del mercado de dinero en España, sus instrumentos e instituciones y su desarrollo reciente, así como de las relaciones de complementariedad y competencia que existen entre el mercado monetario y el de capitales, con referencia al papel que los tipos de interés a corto tienen como factor determinante de los tipos a largo plazo y, de modo indirecto, del nivel de las cotizaciones bursátiles.

LA CONEXION ENTRE EL MERCADO DE DINERO Y EL MERCADO DE CAPITALES

El mercado de capitales, sin perjuicio de las especialidades que derivan de su naturaleza y de las funciones que le son propias, en cuanto pieza que es del sistema financiero, está al servicio de los objetivos generales asignados al mismo. Es, por tanto, útil, cuando se intenta dar una visión del papel de aquél en la financiación de la economía, par-

tir de una consideración, siquiera sea somera, de las funciones que debe cumplir el conjunto institucional en que se inserta.

En las elaboraciones doctrinales que tratan del sistema financiero suelen predominar los elementos descriptivos, tales como su definición como mecanismo que enlaza a las unidades económicas excedentarias en recursos financieros y las unidades demandantes, como vehículo de canalización del ahorro hacia la inversión, etc. En la medida en que tales elaboraciones incorporan al-

gún elemento normativo, lo más frecuente es que se limiten a hacer referencia a la asignación eficaz de los recursos objeto de intermediación.

Sin embargo, a mi juicio, es importante añadir a estos factores uno más, que completa la caracterización de las funciones del sistema financiero y que viene a romper la visión excesivamente «neutralista» que de otra forma se daría de él. Me refiero a su consideración como instrumento de impulso y promoción del ahorro, aspecto que personalmente considero fundamental (1), al igual que lo hacen algunos estudiosos del sistema financiero español como los profesores Trias Fargas y Torrero. Para el primero (2), la promoción del ahorro adquiere casi el carácter de función primordial. «El sistema financiero —dice— debe, antes que nada, recoger el máximo de dinero, ofreciendo al ahorro todos los matices que éste pueda apetecer para dejarse llevar a abstenerse del consumo». El segundo (3) subraya que «el papel del sistema financiero no es pasivo respecto de la generación y demanda de excedentes» y añade que «en cuanto al ahorro, la propensión estará influida por la gama de alternativas que se le ofrezcan en cuanto a plazo y liquidez».

Si se acepta esta tesis, que supone una concepción más comprometida y beligerante del sistema financiero, sus funciones podrían quedar enumeradas, en síntesis, así: promoción del ahorro, como fuente básica de los recursos de que ha de nutrirse su funcionamiento; canalización de los mismos hacia la financiación de la economía; y asignación eficaz de esos recursos.

Partiendo de estas ideas ¿qué papel corresponde al mercado de

capitales en relación con esas funciones? En principio, creo que puede afirmarse que la sustancial identidad de objetivos existentes viene dada, no sólo por el carácter de parte de un todo más amplio que el mercado de valores tiene respecto del sistema financiero, sino también por la posición central que aquél ocupa dentro del complejo de instituciones en que se halla integrado, lo cual determina que pueda atribuírsele un grado importante de identificación con los objetivos globales de éste. No se trata, pues, en este caso de una simple relación de servicio mediato a las finalidades del sistema financiero, sino de una participación directa en el cumplimiento de las funciones genéricas asignadas al mismo, bien que servidas, por supuesto, sin pretensión de exclusividad y con ciertas peculiaridades.

En particular, el mercado de valores puede y debe ejercer una acción específica de atracción de recursos, en cuanto vehículo idóneo para la colocación del ahorro financiero, esto es, de los excedentes de renta o renta no consumida, dejando al margen las disponibilidades transitorias o temporales que no tienen propiamente carácter de ahorro. Es un instrumento para la canalización y asignación de los recursos, según los principios de la economía de mercado, ya que tal asignación resulta en este caso de la confrontación directa de posiciones de oferta y demanda de fondos, sin la interferencia de instituciones que hayan de decidir su empleo con arreglo a criterios subjetivos. Al propio tiempo, cumple un papel cualificado en relación con un aspecto esencial de la operatoria financiera, implícito en el elenco de funciones que anteriormente se enunciaron y que consiste en

la actuación como mecanismo de transformación temporal de los recursos, que contribuye con especial eficacia a conciliar los deseos, en principio antitéticos, de los demandantes de fondos, que los requieren con un carácter estable por hallarse destinados a la cobertura de inversiones a largo plazo o incluso para la de fondos de maniobra que, dentro de ciertos límites, constituyen también una necesidad permanente, y de los ofertantes que, en buena lógica, no están dispuestos a asumir de modo necesario una vinculación temporal acomodada a los términos en que la financiación es demandada por aquéllos.

No es, desde luego, el mercado de capitales el único elemento dentro del sistema financiero sobre el que descansa esta tarea, auténticamente esencial, de transformación de los recursos en cuanto al plazo, pero sí es quizá el más característico e importante. La existencia de un mercado organizado y público, en el que se compran y venden títulos representativos de capitales a largo plazo — tanto de renta fija como variable — es fundamental para que la inversión originaria en estos títulos pueda tener atractivo para el ahorrador, hasta el extremo de que resulta evidente que el grado de desarrollo económico que hoy conocemos sería absolutamente imposible sin la existencia de dos instituciones como los valores mobiliarios (que incorporan derechos de participación fraccionada en el capital de las compañías o en empréstitos públicos o privados, dotados de fácil transmisibilidad desde el punto de vista jurídico), y los mercados de valores, que hacen efectiva esa posibilidad teórica de transmisión.

En éstos, como dice Tagi, la li-

quidez se opera por sustitución del adquirente en la posición previamente ocupada por el vendedor, lo cual permite la realización de lo que Baumol (4) llama el «acto de magia» en virtud del que se convierten en líquidos activos que, en último extremo, representan inversiones fijas. En sentido análogo, Fritz Machlup (5) subraya la trascendencia que este fenómeno tiene desde el punto de vista financiero.

Esto, por una parte, evita a las entidades emisoras soportar el peso derivado de la tarea de provisión de liquidez y, por otra, supone — en cierta medida por eso mismo — la mejor garantía para los inversores financieros respecto de la efectividad del carácter líquido de sus ahorros.

El mercado bursátil es, pues, una componente fundamental del mercado de capitales, que posibilita la existencia del mercado de emisiones de títulos a largo plazo, a través del cual se canalizan directamente recursos a la inversión. En primer lugar, porque se necesitan de manera vital, de forma que no podrían existir el uno sin el otro. En segundo término, porque, como recuerdan West y Tiniç (6), «los acontecimientos de los mercados secundarios con frecuencia proporcionan las bases para los términos y condiciones que han de prevalecer en el mercado de nuevas emisiones». Por último, hasta cierto punto — según la configuración y dimensión de los diferentes mercados —, el mismo mercado secundario se utiliza para la colocación de emisiones. Incluso es de alguna manera así en un mercado como el español (tan alejado de las circunstancias propias de los potentes, como son los anglosajones, en los que la colocación directa en Bolsa de nuevos títulos com-

plementa con frecuencia las operaciones *underwriting*) a través, en nuestro caso, de la negociación bursátil de los derechos de suscripción con ocasión de las ampliaciones de capital. Con el alcance que se desprende de las consideraciones que preceden, no resulta, por tanto, del todo inapropiada la alusión, que puede parecer chocante, pero que se emplea bastante, al volumen de financiación proporcionada por la Bolsa.

Pero el papel de la Bolsa respecto de la financiación empresarial es todavía de mayor amplitud. No solamente tiene una función de apoyo instrumental de captación de recursos por medio del lanzamiento de emisiones, sino que incluso afecta a los recursos propios generados por la retención de beneficios. Así lo reconoce de modo expreso el Informe del Comité presidido por Harold Wilson sobre el funcionamiento de las instituciones financieras británicas, que pone de relieve que, cuando la retención de beneficios alcanza una proporción importante en la cobertura de las necesidades financieras de las empresas (hay que entender, por supuesto, que se refiere a aquéllas con dimensión suficiente para la cotización oficial de sus acciones), el propio proceso de autofinanciación se ve facilitado por la existencia de un mercado secundario que permite a los inversores que desean hacer efectivas las ganancias correspondientes a los beneficios retenidos por la sociedad en la que participan vender con facilidad sus acciones (7).

La mera existencia de esta posibilidad de realizar total o parcialmente la inversión en acciones de sociedades con altos porcentajes de retención de beneficios, se ejerce o no, determina que la po-

lítica de autofinanciación no tenga consecuencias onerosas para las accionistas y encuentre, por tanto, mucha menor resistencia por parte de éstos.

EL MERCADO DE CAPITALES COMO CAUCE DE FINANCIACION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Tras esta exposición preliminar de carácter general, vamos a tratar de analizar el comportamiento concreto que el mercado de capitales ha tenido en los últimos años como cauce de financiación de la economía española. Obviamente, a tal efecto es preciso contemplar la financiación suministrada al sector privado y al sector público, que, desde 1977 sobre todo, se ha erigido en un importante demandante de fondos al mercado.

El estudio cuantificado de la financiación procedente del mercado de capitales plantea un previo problema metodológico, consistente en decidir si en las cifras correspondientes se incluyen o no los recursos captados a través de emisiones lanzadas al público por las instituciones financieras. Cualquier solución —positiva o negativa— encierra un cierto grado de convencionalismo y puede encontrar argumentos en que apoyarse. Por tanto, lo que en todo caso resulta preciso es definir con claridad la posición adoptada y, cuando se trate de considerar la evolución de las magnitudes estudiadas a lo largo del tiempo, mantener el mismo criterio de definición, al objeto de que las comparaciones temporales puedan hacerse sobre bases homogéneas. En cuanto al fondo de la cuestión, es más frecuente excluir

de los cálculos las emisiones realizadas por el sector financiero. Esto implica atribuir al mercado de capitales sólo la financiación directamente facilitada por él, sin tomar, por tanto, en cuenta la que, con fondos que en última instancia proceden del mercado de capitales, haya sido otorgada por el sistema bancario y por las demás entidades financieras emisoras. Claro es que, si se adoptase la postura contraria, para ser consecuentes habría que deducir de las cifras totales de emisión las que hubieran sido absorbidas por instituciones financieras.

Otro problema —éste de carácter práctico— deriva de ciertas dificultades estadísticas relacionadas con los títulos de renta fija, tanto en lo que concierne al cómputo de las amortizaciones (partida cada vez más importante, dada la fuerte reducción de la vida media de los empréstitos), como en lo referente al desfase temporal (que a veces es considerable) entre la emisión y la colocación efectiva. Sin embargo, en la actualidad hay estimaciones de los flujos netos periodificados de fondos obtenidos a través de obligaciones y títulos similares, de suficiente fiabilidad.

Las cifras más significativas al respecto son probablemente las que relacionan las emisiones netas con aportación de nuevos fondos (o sea, sin tener en cuenta las operaciones desembolsadas, en todo o en parte, con cargo a reservas o cuentas de regularización o actualización) realizadas por entidades no financieras con la financiación total del sector privado. Estas cifras arrojan un deterioro continuado a partir de la crisis bursátil que comienza en 1974. Frente a valores siempre superiores al 20 por 100 en las épocas de normalidad, la estimación

correspondiente al año 1982 se sitúa sólo en el 9 por 100. En ningún momento del período considerado se ha detenido esta tendencia decreciente, aunque se haya atenuado en los dos últimos años.

Sin que ello suponga rectificar el criterio de definición antes adoptado, puede tener cierto interés observar que en 1982 la participación de las emisiones netas totales (8), respecto de la financiación al sector privado fue del 15,2 por 100, que se compara con el 14,2 por 100 del año precedente y que viene a reflejar el fuerte tirón experimentado en el último año por la colocación de bonos bancarios. En todo caso, sin embargo, aun incluyendo las emisiones del sector crediticio, estos porcentajes revelan una caída igualmente profunda, ya que en el año anterior al inicio de la crisis —1973—, la relación emisiones totales-financiación al sector privado había alcanzado el 33 por 100.

Por lo que respecta a la financiación al sector público, el mercado de capitales empezó a apor-

tar cifras significativas desde 1977, año en el cual comenzaron a lanzarse emisiones de Deuda Pública en condiciones de mercado. A partir de entonces, las emisiones de Deuda han experimentado un incremento muy fuerte, hasta el punto de que el volumen de emisiones netas de 1982 supera en más de 13 veces al de 1977. Aunque a ritmo mucho más moderado, también fue sensible el crecimiento de las emisiones del Crédito Oficial, sobre todo desde 1979. En conjunto, las emisiones públicas han alcanzado en 1982 un volumen próximo a los 200 mil millones frente a los 12 mil de 1976 y los 40 mil escasos de 1977, ejercicio en el que, como se ha dicho, se inició una nueva etapa en la política financiera del sector público. De manera análoga, cabe destacar que, en términos relativos, las emisiones públicas, que hasta 1976 representaban no más de un 4 por 100 de las emisiones privadas, han llegado a un 50 por 100 en números redondos en 1981 y 1982. El crecimiento es todavía más intenso si se excluyen las emisiones de instituciones finan-

cieras públicas y privadas, esto es, si se toman sólo en consideración los flujos financieros directos, puesto que de esta forma se alcanza una relación del 72 por 100 en 1982 entre los canalizados al sector público y al sector privado.

El ascenso, tan acusado, de esta otra partida en que se descompone la financiación suministrada por el mercado de capitales, compensa en parte el debilitamiento de la aportada al sector privado a que antes se ha hecho alusión y, como después se comentará, es quizá una de las causas explicativas del declive de aquélla. No obstante, en su conjunto, para el período a que nos referimos (1973-1982), el balance es claramente negativo, por lo menos hasta 1980. Tomando como término de referencia la evolución del Producto Interior Bruto, las emisiones netas totales en el último año alcanzaron un índice de 3,1 por 100, cuando en 1973 habían representado el 5,9 por 100, con un valor mínimo en el año 1979, en el que habían descendido hasta el 2,4

CUADRO N.º 1

EMISIONES PRIVADAS NETAS CON APORTACION DE NUEVOS FONDOS

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Renta variable (sector no financiero) .	88,3	93,0	105,9	97,0	72,9	92,9	108,4	100,2	132,7	116,0
Renta fija (sector no financiero) . .	58,6	57,5	78,6	110,0	115,5	78,7	80,7	93,7	86,9	139,8
Total sector no financiero . . .	146,9	150,5	184,5	207,0	188,4	171,6	189,1	193,9	219,6	255,8
Renta fija (instituciones financieras) .	55,1	55,8	54,9	44,4	23,6	12,4	-4,3	37,9	50,1	96,1
Renta variable (instituciones financieras)	34,5	44,0	57,2	49,7	24,2	29,5	21,7	45,7	42,2	61,7
Total sector financiero	89,6	95,8	112,1	93,1	47,8	41,9	17,4	83,6	92,3	157,8
Total general	236,5	246,3	296,6	300,1	236,2	213,5	206,5	277,5	311,9	413,5

Cifras en miles de millones de pesetas.
Fuente: Banco de España: Informe Anual y Boletín Estadístico.

por 100. En resumen, pues, en el último decenio la relación entre la financiación neta a la economía aportada por el mercado de capitales y el Producto Interior Bruto se ha reducido casi a la mitad, y cuando la tendencia declinante se ha detenido, ha sido debido al aumento de las emisiones públicas. No tendría sentido prescindir de la consideración de éstas a la hora de evaluar la contribución a la economía del mercado de capitales. Tampoco lo tendría el olvidar que aquéllas suponen básicamente la absorción de recursos por el sector público para la cobertura, aunque sea por procedimientos más ortodoxos, de sus elevados niveles de déficit.

Pero el estudio del comportamiento del mercado de capitales no puede limitarse a la simple

enunciación de sus resultados globales. Es preciso indagar además acerca de los factores determinantes de los mismos y analizar también sus principales consecuencias.

La debilidad del mercado de capitales en cuanto instrumento de financiación se asocia claramente al fenómeno del deterioro del ahorro en la economía española, y, en especial, del ahorro familiar, el cual, en términos reales, se ha reducido a menos de la mitad desde el comienzo de la crisis económica. Varios son los motivos de este hecho, cuya importancia es decisiva desde el punto de vista de la cuestión que nos ocupa. La reducción de rentas en algunos sectores de la población y el proceso de alza de los precios han mermado la capacidad global

de ahorro, a la par que no se ha detectado en general un cambio significativo de las pautas sociales de comportamiento que, en la medida en que las circunstancias personales o familiares lo permiten, siguen siendo las mismas que en las épocas anteriores a 1974. Dicho de otro modo, está siendo muy escasa la reacción defensiva que habría de darse teóricamente en periodos de dificultad y que consistiría en reforzar las actitudes de austeridad en el consumo en previsión de posibles contingencias adversas.

Por otra parte, la política económica se ha mostrado, en sus líneas generales, muy poco beligerante en este terreno y ha aceptado los acontecimientos de manera resignada, cuando no indiferente, como si el ahorro hubie-

CUADRO N.º 2

EMISIONES PUBLICAS NETAS

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Administraciones públicas (*)	-3,1	-6,8	-6,7	-4,9	12,1	28,4	67,5	75,2	126,8	159,5
Crédito oficial	-0,4	-0,4	-0,4	4,4	9,5	4,0	16,6	17,2	18,2	16,7
I.N.I.	10,1	11,9	13,9	12,7	18,0	19,8	20,6	21,2	23,9	23,5
Total	6,6	4,7	5,8	12,2	39,6	52,2	104,7	113,6	168,9	199,7

(*) Sin incluir Pagarés del Tesoro.

Cifras en miles de millones de pesetas.

Fuente: Banco de España: Informe Anual y Boletín Estadístico.

CUADRO N.º 3

EMISIONES NETAS EN PORCENTAJE RESPECTO DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Emisiones privadas	5,7	4,8	4,9	4,1	2,6	1,9	1,6	1,8	1,8	2,1
Emisiones públicas	0,2	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,8	0,7	0,9	1,0
Total de emisiones	5,9	4,9	5,0	4,3	3,0	2,4	2,4	2,5	2,7	3,1

Fuente: Elaboración con datos de los cuadros 1 y 2 y del I.N.E.

ra de conceptuarse como una magnitud residual, con renuncia al intento de reforzarlo y movilizarlo.

Al propio tiempo, el entorno global no ha ofrecido tampoco atractivos marcados para el ahorro. Las fuertes bajas de las cotizaciones de los valores han operado en sentido desalentador para quienes las han padecido y también para quienes se hayan guiado por la experiencia ajena. Los tipos de interés, muy elevados en términos nominales (lo que, junto con el deterioro de las expectativas y la reducción de los márgenes de beneficio empresarial, ha provocado precisamente la caída de las cotizaciones bursátiles) normalmente no han sido suficientes, sin embargo, para ofrecer retribuciones reales positivas. Menos aún teniendo en cuenta que la fiscalidad, salvo algunos paliativos parciales e insuficientes, somete a gravamen los productos del ahorro en sus manifestaciones nominales, aparte de entrañar un grado de complejidad para quienes invierten sus

ahorros en valores poco compatible con la aspiración de hacer de esta clase de inversiones el instrumento típico de colocación de los excedentes familiares de renta. Finalmente, la crisis y las incertidumbres legislativas — rayanas en el desconcierto — han afectado negativamente a las instituciones de inversión colectiva, que habían sido en la etapa anterior a 1974 uno de los motores de la expansión del mercado de capitales.

Desde el punto de vista cualitativo, es necesario destacar que, en parte por la propia reducción de la capacidad efectiva de financiación del mercado de valores, en parte por otras causas más o menos relacionadas con ella, se han producido también alteraciones sustanciales en la distribución y características de los flujos financieros emanados de aquél. El sector público — como vimos — ha desplazado en medida importante al privado como destinatario de fondos; dentro de la financiación recibida por el sector privado, se ha modificado la proporción de la obtenida por la vía de

la emisión de acciones y de obligaciones en perjuicio de las primeras; y, por último, en general, se ha producido un acortamiento muy acentuado de los plazos a que se han suministrado los recursos financieros procedentes del mercado a los demandantes finales.

La política de progresiva reducción del empleo de los llamados «circuitos privilegiados de financiación», que sin duda ha supuesto un paso de signo positivo para la liberalización y flexibilización del sistema financiero español, ha traído consigo la necesidad de colocar las emisiones privadas de obligaciones en condiciones más competitivas y, por tanto, con plazos más reducidos de vida media de los empréstitos.

Pero en esa tarea de acomodación a lo que en abstracto se llaman «las condiciones de mercado», han tropezado además con una fuerte competencia por parte de las emisiones de Deuda Pública, cada vez más voluminosas, a las que en algunos momentos cabe responsabilizar de la tenden-

CUADRO N.º 4

RELACIONES ENTRE EMISIONES PUBLICAS Y PRIVADAS

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Total de emisiones públicas / Total de emisiones privadas	0,03	0,02	0,02	0,04	0,17	0,24	0,51	0,41	0,54	0,48
Total de emisiones públicas / Total de emisiones privadas (excepto sector financiero)	0,04	0,03	0,03	0,06	0,21	0,30	0,55	0,59	0,77	0,78
Total de emisiones públicas (excepto Crédito Oficial) / Total de emisiones privadas (excepto sector financiero)	0,05	0,03	0,03	0,04	0,16	0,28	0,47	0,50	0,68	0,72

Fuente: Elaboración con los datos de los cuadros 1 y 2.

cia, a la reducción inmoderada de los plazos de amortización. La política de Deuda de 1977 en adelante presenta aspectos que han de ser enjuiciados favorablemente, en tanto que no ha cedido a la tentación —de la que que hay numerosos precedentes históricos— de utilizar mecanismos forzados para su colocación. No obstante, los gestores de la misma, acuciados por el carácter creciente de la insuficiencia financiera del sector público, y acaso afectados también por el síndrome de radicalismo propio de los conversos, han actuado en vanguardia en la tendencia a la reducción de los plazos y al aumento de la retribución de los títulos, marcando pautas a las que las emisiones privadas eran incapaces de sustraerse. El ejemplo más llamativo lo constituye la emisión de octubre de 1982, lanzada a dos años solamente y al tipo de interés del 16 por 100. Hay que aclarar al respecto que se trata de una emisión con la característica de no ser susceptible de beneficiarse de la llamada «desgravación» por inversiones, lo cual no permite, sin embargo, como quizá erróneamente se pensó, establecer una equivalencia teórica de condiciones retributivas. Ello es así porque buena parte de la demanda potencial de Deuda no puede acogerse de hecho a los beneficios fiscales que para esta emisión se suprimían, como es el caso de las compañías de seguros, en cuanto a la cobertura del primer tramo de sus reservas técnicas, y el de aquellos particulares que tienen disponibilidades susceptibles de colocación procedentes de enajenaciones de otros bienes, amortización de títulos, etc., y no del ahorro generado en el ejercicio fiscal correspondiente.

Las últimas emisiones de Deu-

da parecen suponer un intento de rectificar la política anteriormente seguida en lo que atañe a plazos de amortización, que han sido más dilatados que los que se habían venido ofreciendo habitualmente.

Este endurecimiento progresivo de las condiciones del mercado, en su vertiente temporal, ha debilitado la posición financiera de las empresas, caracterizada ya tradicionalmente por una deficiente estructura, al venir acompañada además por una reducción de la autofinanciación (debida al estrechamiento de los márgenes de beneficio) y por un decrecimiento de la participación del capital propio en la financiación total. El nivel de cotización de las acciones ha hecho cada vez más difíciles las ampliaciones de capital que, en muchos casos, sólo han sido posibles merced a la liberación de parte de su valor nominal con cargo a cuentas de regularización o actualización de balances. De este modo, según se desprende del estudio realizado por Cuervo y Rivero (9) sobre una muestra de empresas españolas, la participación del capital propio (depurado de revalorizaciones contables) ha ido cayendo de modo casi ininterrumpido desde algo más del 19 por 100 en 1972, a menos del 12 por 100 en 1981, lo cual implica una dependencia cada vez mayor de la financiación externa. Está, por tanto, más que justificada la preocupación por la potenciación del capital de riesgo, que ha sido objeto de especial atención por parte del Parlamento Europeo, que ve en él el instrumento idóneo para la modernización de las estructuras industriales y la promoción de tecnologías avanzadas, que se requieren para aumentar la competitividad y la creación de empleo

CUADRO N.º 5
**PORCENTAJES DE LAS
 CIFRAS DE CAPITAL
 RESPECTO DEL
 PASIVO TOTAL**

Año	%
1972	19,05
1973	18,35
1974	16,26
1975	14,20
1976	13,72
1977	13,42
1978	15,44
1979	12,20
1980	12,16
1981	11,45

Fuente: Examen económico financiero de la empresa española, 6.º Análisis A.P.D. Madrid, febrero de 1983.

en los países de la Comunidad Económica Europea.

Este es el camino que, con mayor motivo si cabe, ha de seguirse en España. Pese a todas las dificultades que se desprenden del análisis precedente, nuestro mercado de capitales, aunque ha descendido desde 1974 muchos puestos en el *ranking* internacional, conserva todavía un lugar aceptable en cuanto a capitalización bursátil (un octavo puesto entre los países europeos) y se sitúa en el primero en lo referente a rentabilidad por dividendos y a relación valor contable-cotización. Estos dos hechos, sobre todo, permiten albergar esperanzas acerca del despliegue de sus potencialidades, si se logra una relativa normalización del entorno en que se desarrolla la actividad bursátil, en particular si se acierta a contener la inflación y con ello se reduce el nivel de los tipos de interés, se mejoran los excedentes empresariales y se instrumenta una política encaminada a alentar la inversión en capital de riesgo.

MERCADO DE CAPITALES Y MERCADO DE DINERO

He considerado hasta ahora el papel de nuestro mercado de capitales en la financiación de la economía española. Al entrar en la última parte de este trabajo, he de referirme a la relación entre el mercado de capitales y el mercado de dinero.

A diferencia del mercado de capitales, que tiene una estructura arraigada y compacta, el de dinero agrupa conceptualmente una serie de elementos, hasta cierto punto dispersos, que son, en mayor o menor grado, de reciente aparición en el sistema financiero español.

Por otra parte, el mercado de dinero se caracteriza por operar masivamente con instrumentos, asimismo diversos en cuanto a configuración formal y naturaleza jurídica y financiera, que tienen, sin embargo, de común su corto plazo, que les aproxima, por razón de su liquidez, al concepto usual o vulgar de dinero, si bien también en este aspecto existe una relativa diferenciación entre los distintos instrumentos.

Finalmente, otra nota característica consiste en que, en general, aunque no en todos los casos, el acceso al mercado de dinero está restringido a determinadas instituciones, debido a limitaciones jurídicas, a motivos de técnica operativa o, en último extremo, a las cantidades mínimas con que se puede actuar en él, ya que el carácter masivo de sus transacciones circunscribe de hecho, y con independencia de restricciones de otro origen, las posibilidades prácticas de colocar fondos a quienes carecen de un volumen suficientemente elevado de disponibilidades.

De entre las instituciones del mercado de dinero, tal como hoy se le concibe, posiblemente la más antigua es el mercado interbancario, que además es una de las más significativas como término de referencia para la determinación de los niveles de los tipos de interés a corto plazo. Es un mercado surgido básicamente para el tráfico de activos computables en el coeficiente de caja, aunque después haya ampliado su radio de acción, cuyo funcionamiento y desarrollo se halla, por consiguiente, muy ligado a los procedimientos de instrumentación de la política monetaria por parte del Banco de España.

Sobre todo, el control de disponibilidades líquidas que se inició a partir del verano de 1973, obligó a bancos y cajas de ahorros a afinar la gestión de su tesorería, lo cual se fue haciendo tanto más necesario a medida que las técnicas de regulación utilizadas por las autoridades monetarias se iban depurando y matizando y también a la par que los tipos de interés del sistema se ele-

vaban, porque ello hacía más oneroso, en términos de coste financiero o de lucro cesante, cualquier error en esa gestión o, simplemente, cualquier actuación que implicase desviación con respecto a la optimización en el empleo o demanda de recursos.

Durante estos años, el mercado interbancario ha ido acrecentando su importancia cuantitativa y perfeccionando su funcionamiento, aspectos éstos ligados entre sí. Sus tipos de interés se vienen manteniendo con una razonable estabilidad, habiéndose superado situaciones como las que ocasionalmente se dieron en el pasado, por ejemplo en 1978, en que llegaron a alcanzar niveles superiores al 50 por 100, por completo disonantes con los restantes tipos del sistema y que constituyen episodios que, con el grado de desarrollo que ha cobrado este mercado, no es concebible que puedan repetirse. Por supuesto que los tipos del interbancario están llamados a fluctuar, pero sus movimientos no tienen por qué ser violentos, salvo cambios bruscos en la orientación de la política monetaria o situaciones muy especiales de liquidez durante cortos períodos de tiempo. Su volumen ha crecido fuertemente y ha alcanzado el máximo histórico de la cifra media de contratación diaria en 1982, en el que registró un valor de 138.200 millones. Los datos disponibles para 1983 permiten suponer que se superarán con gran holgura los resultados del precedente.

Como explica el Banco de España en su Informe Anual de 1981 (10), «la consolidación del sistema de créditos sindicados a tipos de interés variable y la actuación de la banca extranjera han sido los factores adicionales que han

CUADRO N.º 6

OPERACIONES REALIZADAS EN EL MERCADO INTERBANCARIO (Medias de cifras diarias, en miles de millones de pesetas)

Año	
1977	13,1
1978	41,1
1979	38,2
1980	51,2
1981	83,9
1982	138,2

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

coadyuvado a la transformación del mercado». La banca extranjera, al tener limitada su capacidad de captación de recursos interiores, ha sido un fuerte demandante en este mercado, estimando el Banco de España que al cierre del año 1981 su saldo deudor superaba los 140 mil millones de pesetas. Por su parte, el sistema de créditos a tipos variables ha aumentado la demanda de fondos a plazo, en coincidencia con los términos de refinanciación de las entidades prestamistas.

Por su parte, las autoridades han creado dos tipos de nuevos instrumentos financieros a corto plazo, los certificados de regulación monetaria (CRM) y los Pagarés del Tesoro.

Aunque en la actualidad se utilizan solamente pagarés del Tesoro para cubrir el campo operativo de unos y otros, presenta características distintas y responde a finalidades diferentes que merecen ser recordadas.

Los certificados de regulación monetaria vinieron a sustituir desde abril de 1982 a los Bonos del Tesoro y a los Certificados de Depósito del Banco de España, cuya emisión constituía el procedimiento de drenaje de liquidez dentro del conjunto de mecanismos de política monetaria a disposición de nuestro banco central, que venía utilizando, al propio tiempo, el sistema de subastas de préstamos a un día para realizar las operaciones de signo inverso, o sea, las de inyección de liquidez. Los CRM se colocaban básicamente a tres meses mediante subastas decenales a las que tienen acceso las instituciones financieras. Los tipos de interés, que en un principio se situaban por regla general por debajo de

los del mercado interbancario, fueron acomodándose en los últimos meses de 1983 a los de éste.

Los Pagarés del Tesoro, cuya emisión comenzó en octubre de 1981, se han concebido más que nada como un medio adicional para la cobertura del déficit público. Tienen un nominal de medio o un millón de pesetas y se emiten al público en general por el procedimiento de subastas, generalmente quincenales, organizadas por el Banco de España, con vencimiento a seis meses y a un año. Las subastas, en las que no se anuncia previamente la cantidad a colocar, admiten dos clases de peticiones (curiosamente denominadas «ofertas» en la semántica que se ha creado), competitivas y no competitivas. Las primeras son aquéllas en que el peticionario establece un límite de precio y que son adjudicadas a dicho precio, siempre que quede dentro de los practicados por el Banco. Las segundas, en las que no se señala límite, se adjudican al precio medio ponderado que se haya fijado para las adjudicaciones que se llevan a cabo en régimen competitivo. A su vez, los pagarés adoptan tres modalidades: los pagarés en anotación en cuenta; los pagarés «fungibles», controlados mediante referencias técnicas, destinados fundamentalmente al mercado bursátil; y los pagarés físicos, que son títulos a la orden entregados materialmente a sus adquirentes. Estas modalidades no son rígidas, ya que es posible la transformación en otra de pagarés que inicialmente revestían determinada configuración.

En el último trimestre de 1981 se colocaron pagarés por 30 mil millones nominales, y durante 1982, 131 mil millones, cifra ampliamente superada ya en sólo el

período enero-octubre de 1983, en el que se han rebasado los 560 mil millones, con una presencia mucho más activa como demandantes por parte de bancos y cajas de ahorros.

Desde su aparición, los tipos de rendimiento implícitos en los precios practicados en las subastas han venido oscilando entre el 14,5 y el 16 por 100 anual, en función de los plazos de emisión.

La Bolsa ha participado de manera destacada en la promoción de nuevos activos a corto plazo y nuevos mercados para los mismos.

Desde el punto de vista cronológico, fue la Bolsa de Madrid la que abrió el camino, al tomar, al comienzo de 1980, la iniciativa de implantar un mercado de letras de cambio libradas por bancos y cajas de ahorros y representativas de operaciones financieras realizadas por las entidades libradoras con sus clientes, que, por esta vía, resultan movilizadas. En este mercado se negocian tanto las letras emitidas como las revendidas por sus primitivos adquirentes.

La evolución de la contratación de letras siguió un ritmo creciente hasta finales de 1982. En Madrid, de unos 10 mil millones en 1980 se pasó a cerca de 40 mil en 1981 y a cerca de 57 mil en 1982. Esta tendencia se quebró en los primeros meses de 1983. Pudo contribuir a ello el desarrollo alcanzado por activos alternativos, pero, sin duda, el factor más importante fue el artículo 26 del Decreto-Ley de prórroga de los Presupuestos que dio pie a una campaña, basada en la discriminación de trato que en tal artículo se daba a las letras negociadas en el mercado bursátil con respecto a las que podían y pueden

seguir adquiriéndose al margen del mismo. Discriminación que de hecho no existió, sin embargo, porque, antes de que se llegase a reglamentar dicho artículo, la Ley por la que se convalidó el citado Decreto-Ley y poco después la Ley de Presupuestos para 1983 establecieron un tratamiento común a todos los intermediarios financieros. No obstante, como consecuencia de todo ello, la contratación en el primer semestre de 1983 supuso sólo el 63 por 100 de la de igual período del año precedente.

CUADRO N.º 7

CONTRATACION DE LETRAS EN LA BOLSA DE MADRID
(En miles de millones de pesetas)

Año	%
1980	10,8
1981	39,9
1982 1.º semestre) .	28,5
1982 (2.º semestre) .	28,3
1982 (total año)	56,8
1983 (1.º semestre) .	17,8
1983 (2.º semestre) .	6,4
1983 (total año)	22,2

Fuente: Bolsa de Madrid.

Mucha mayor gravedad revisió la decisión adoptada a principios de julio por las autoridades financieras de impedir la emisión de letras a las entidades libradoras durante tres meses, prohibición posteriormente prorrogada, al parecer hasta que se produzca la reconsideración legal de los coeficientes bancarios. En la medida en que tal decisión pueda haberse inspirado en un intento de equiparar o acercar el tratamiento de la emisión de letras destinadas a ser colocadas en Bolsa a las

operaciones de captación de pasivo, supondría incurrir en una simplificación excesiva, al no tener en cuenta el diferente sentido financiero de uno y otro tipo de actuaciones. No puede descartarse del todo, aunque sea como motivación simplemente adicional, que con ello se haya pretendido también eliminar competencia a la colocación de Pagarés del Tesoro, que han de lanzarse en cantidades masivas para evitar que se aumente el ya elevado recurso de éste al Banco de España. Si así fuera, el déficit público habría venido otra vez más a erigirse en condicionante del funcionamiento de nuestro sistema financiero.

En todo caso, lo cierto es que, en la segunda parte del año 1983, el mercado bursátil de letras ha ido quedando relegado a una posición absolutamente marginal, limitado a la contratación, en cuantías cada vez más reducidas, de letras de mercado secundario. Y, como siempre sucede cuando se adoptan medidas de esta naturaleza —y esto es importante advertirlo de cara al futuro—, ello ha hecho posible el florecimiento de modalidades operativas distintas, situadas al margen de la publicidad y la disciplina del mercado público, que ha sido el único decisivamente afectado.

Asimismo, funciona en Bolsa desde mayo de 1982 un mercado secundario de Pagarés del Tesoro, en el que se negocian principalmente los de carácter fungible, con vistas al cual la Bolsa ha prestado al Banco de España, desde la aparición de aquellos, el soporte técnico e informático para el control de referencias técnicas, que es lo que posibilita la ulterior negociación bursátil, con los caracteres de seguridad y agilidad

que ésta y la naturaleza de estos activos requieren.

A finales de 1982 ha comenzado también a operar el mercado de pagarés de empresa, en el que se negocia un tipo activo similar al *commercial paper* norteamericano.

Es importante destacar que, tanto respecto de una como otra clase de pagarés, se realiza una doble contratación. La negociación llamada «a vencimiento», en la cual el comprador los adquiere sin ningún tipo de condición y por tanto, salvo que decida revenderlos, será propietario de ellos hasta que venzan, y las operaciones con pacto de recompra. En éstas, comprador y vendedor conciertan realizar una operación de signo inverso a un plazo determinado, normalmente corto, con un diferencial prefijado que constituye el factor de rentabilidad para el colocador de fondos a través de esta operatoria. Durante 1983, en la Bolsa de Madrid se han superado los 99.000 millones, distribuidos aproximadamente en un 35 por 100 de operaciones a vencimiento y un 65 por 100 de operaciones con pacto de recompra.

Las cifras del año anterior, en el que sólo funcionaron durante parte del mismo estos mercados, fueron de 14.000 y 8.000 millones, respectivamente. La mayor parte de las operaciones con pacto de recompra, más del 98 por 100, corresponden a Pagarés del Tesoro, respecto de los cuales la contratación bursátil en esta modalidad supera con amplitud a la contratación «a vencimiento».

Un hecho que, aunque tiene una lógica evidente, no conviene dejar de comentar es el de que, si se examina el comportamiento del conjunto de activos a corto plazo, se comprueba cómo las ta-

sas de rentabilidad que proporcionan son tanto más elevadas cuanto mayor es el grado de restricción en el acceso a los mercados correspondientes.

Estudiados a grandes rasgos los instrumentos y mecanismos del mercado monetario, veamos para terminar qué tipo de relaciones existen entre éste y el mercado de capitales.

Tales relaciones, aunque presenten ciertos aspectos de complementariedad, son fundamentalmente de signo competitivo. Las relaciones de complementariedad se basan en que ambos son piezas de un mismo sistema, que cumplen cometidos propios dentro de él y que diversifican las posibilidades de actuación de los oferentes de recursos, a los cuales se brindan modalidades distintas de colocación que, en principio, pueden corresponderse con las características diferenciadas de los excedentes de fondos por su origen y por su disponibilidad en el orden temporal.

Pero esta concurrencia de opciones diversas entraña por sí misma un claro elemento competitivo, puesto que, si bien recursos que sólo se hallan disponibles a corto plazo son difícilmente susceptibles de colocación a largo, la inversa resulta plenamente factible. Hay que aclarar al respecto que los mecanismos de transformación temporal a que antes hice referencia determinan que no sea radicalmente excluible la inversión de fondos de corta disponibilidad en instrumentos a plazo mayor, pero siempre a base de asumir el riesgo que puede derivar de la fluctuación de los precios de éstos. Los mercados de capitales proporcionan liquidez a las inversiones, pero esto significa posibilidad de realización a un

CUADRO N.º 8

MERCADO DE PAGARES DEL TESORO Y PAGARES DE EMPRESAS EN LA BOLSA DE MADRID
(En millones de pesetas)

<i>Pagarés del Tesoro</i>	
Contratación a vencimiento	11.706
Contratación con pacto de recompra	63.497
Total	75.203
<i>Pagarés de Empresas</i>	
Contratación a vencimiento	22.862
Contratación con pacto de recompra	1.054
Total	23.916
Total operaciones a vencimiento	34.568
Total operaciones con pacto de recompra	64.551
Total general	99.119

Fuente: Bolsa de Madrid.

precio adecuado a las circunstancias genéricas y específicas del momento en que se realice la venta. Por eso, una actuación de este tipo encerraría una importante componente especulativa.

Por otra parte, otra fuente de relaciones de carácter competitivo viene dada por los costes de oportunidad que para el mercado de capitales supone la existencia de una alternativa consistente en la posibilidad de colocación en instrumentos monetarios con una determinada rentabilidad, y aun la mera significación que como término de referencia tienen los tipos de interés a corto plazo que se determinan en el mercado de dinero. Esto, incluso en el caso de que se trate de tipos practicados respecto de instrumentos de utilización restringida, como veremos seguidamente al hacer referencia a algunos de los acontecimientos recientes que se han dado en España, porque, en última instancia, la permeabilidad de los mecanismos financieros es siem-

pre mayor de lo que a primera vista parece.

Aunque las relaciones entre los tipos de interés a corto y a largo plazo dependen de una multiplicidad de factores (11), puede decirse, en términos generales, que en la definición de tales relaciones los tipos a corto ocupan una posición predominante. Esos factores pueden ser: el grado de comunicación que de hecho exista en los distintos mercados, que nunca es completo, y que puede dar lugar por tanto al despliegue de corrientes específicas de oferta y demanda; la prima por la liquidez, que rebaja en términos comparativos la retribución de las colocaciones más líquidas y cuyo peso se acentúa en épocas de incertidumbre; y, sobre todo, las expectativas respecto de la evolución futura de los tipos de interés a corto, que operan como el factor más importante, al que se superpone el efecto de los demás.

Los tipos de interés a corto plazo y sus perspectivas condicionan

por una parte, los rendimientos de los títulos de renta fija y de las demás inversiones de análoga naturaleza. Indirectamente, también constituyen un elemento decisivo para la determinación de los precios de los títulos de renta variable, que tienden a fijarse a un nivel tal que proporcione una rentabilidad esperada superior a la de los títulos de renta fija en un margen que compense su mayor riesgo. Claro es que esta acomodación ni se produce de manera mecánica ni es uniforme para todos los títulos de renta variable, porque en los cálculos implícitos de rentabilidad futura de éstos se incluyen, como es lógico, las expectativas de plusvalía.

En España, la conexión funcional entre mercado monetario y mercado de capitales ha tenido lugar, por una parte, a través de la competencia que los activos a corto han ejercido respecto de las inversiones en valores en lo que a las decisiones de los particulares se refiere. Pero quizá ha operado con mayor fuerza el cambio de política de las instituciones de inversión colectiva, a las que la Administración ha permitido, en una interpretación controvertible de la legislación vigente, incluir en su coeficiente de inversión en valores la tenencia de Pagarés del Tesoro, a lo cual respondieron algunas de esas instituciones interpretando esta autorización todavía con mayor laxitud y operando con CRM, en vez de con pagarés. Tampoco cabe olvidar la influencia que la elevación de los costes financieros está teniendo sobre la cuenta de resultados de las empresas y sus márgenes de beneficio.

De este modo, fenómenos como el volumen del déficit público interno, la posición de la Balanza de Pagos y aun otros más

alejados, como puede ser el déficit presupuestario norteamericano, en cuanto generador de una política monetaria que conduce a altos tipos de interés del dólar, han tenido su penetración en el mercado español de capitales y han condicionado su comportamiento, a través de la relación de éste con nuestro mercado monetario.

El desarrollo del mercado de dinero — que en sí mismo es algo positivo, en la medida que diversifica y enriquece nuestro sistema financiero —, aunque haya podido contribuir al debilitamiento del mercado de capitales, no es responsable de la situación en que éste se encuentra. Los altos tipos de interés no los crea el mercado monetario, que se limita a reflejar las tensiones derivadas del déficit, de los niveles de inflación y de la posición de nuestra moneda. Por otra parte, el deterioro del ahorro, al que al principio me referí, ha reducido por sí mismo la materia prima de que se nutre el mercado de capitales.

El mercado de dinero debe seguir perfeccionándose sobre bases de sometimiento de su operatoria a la disciplina de los mercados organizados: libertad de acceso, transparencia e igualdad de oportunidades. Pero, al propio tiempo, es preciso postular una mayor atención a los problemas concretos del mercado de capitales, para el que se puede pedir una potenciación de sus instrumentos — en particular los representativos de inversiones en capital de riesgo —, un trato fiscal más razonable, una política de fomento del ahorro, y un marco para la inversión colectiva — incluida esa nueva figura que son los Fondos de Pensiones, cuya importancia social es quizá aún mayor que la estrictamente financiera — que

respete el principio de neutralidad tributaria, con adecuación a los esquemas operativos propios de las instituciones que la gestionan.

NOTAS

(1) A él me he referido en diversas ocasiones: *El sistema financiero español*. Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1980; «Algunas reflexiones sobre la reforma del sistema financiero», en *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 7; y «El papel de la Bolsa en el sistema financiero», en *Información Comercial Española*, n.º 596.

(2) Trias Fargas, Ramón: *El sistema financiero español*, Ed. Ariel, pág. 71 y ss.

(3) Torrero Mañas, Antonio: *La liberalización del sistema financiero español*. Instituto Estudios Fiscales, págs. 1 y 2.

(4) William J. Baumol: *The Stock Market and economic efficiency*. Fordham University Press. N. York 1969. Pág. 3

(5) Fritz Machlup: *The Stock Market, Credit and Capital Formation*. William Hodge and Co. Londres 1940.

(6) Richard R. West y Seha M. Tiniç: *The Economics of the Stock Market*. Praeger Publishers. N. York 1971. Pág. 5

(7) Committee to Review the Functioning of Financial Institutions, *Report*. Ed. Her Majesty's Stationery Office. Londres 1980, págs. 187-188.

(8) Emisiones netas con aportación de nuevos fondos del sector privado financiero y no financiero más emisiones netas del Crédito Oficial.

(9) Alvaro Cuervo y Pedro Rivero: *Examen económico-financiero de la empresa española. Sexto análisis*. APD. Madrid, febrero de 1983.

(10) Banco de España: *Informe Anual 1981*, pág. 170.

(11) Un estudio interesante acerca de este tema se contiene en el trabajo de Luis Barallat: «Una nota sobre el mercado monetario y la Bolsa», en *Información Comercial Española*, n.º 596.