EVOLUCION RECIENTE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LOS ESTADOS UNIDOS (*)

Los mercados financieros estadounidenses vienen atravesando un continuo proceso de cambio, impulsado unas veces por las nuevas necesidades de la economía no financiera, otras por la variación de la política económica del gobierno y otras por la búsqueda de nuevas oportunidades por parte del sector privado. El artículo del profesor **Benjamín Friedman** contiene un análisis sistemático de una serie de factores cuyo comportamiento explica, en opinión del autor, las razones de este proceso evolutivo, especialmente en los últimos años.

A su juicio, la política de carácter restrictivo aplicada en los últimos años ha dado lugar, desde 1979, a un claro aumento de la inestabilidad en precios y rentabilidades de activos, y puesto en marcha un cambio en el comportamiento de inversores e instituciones.

La política fiscal tampoco ha sido ajena a este cambio, como lo revela el hecho de que, a comienzos de los ochenta, se haya producido una variación notable de la situación tradicional —reducida deuda pública federal y elevado endeudamiento público— para dar paso a un notable endeudamiento público cuyas repercusiones sobre la estructura del sistema financiero son de todos conocidas.

Un tercer factor explicativo de este proceso lo constituyen, a juicio de Friedman, las nuevas modalidades de intermediación: en los mercados financieros norteamericanos se observa hoy la importancia creciente de los intermediarios no bancarios — compañías de seguros, cajas de pensiones del sector privado, etc.—, que se han ido convirtiendo en una importante fuente de crédito para el mundo empresarial. En el mismo sentido ha discurrido la acción, en los últimos años, del propio gobierno federal, al desempeñar funciones de intermediación y garantía respecto del crédito privado, al tiempo que ha reducido su función como prestatario directo.

OS mercados financieros cumplen una función primordial en la economía moderna de alto nivel de desarrollo, y los Estados Unidos no son una excepción a este respecto. En este país, la mayoría de las medidas de carácter económico, incluso las adoptadas en principio por razones totalmente extrafinancieras, tienen sus equivalentes financieros. Además, en el caso de muchos tipos importantes de medidas económicas -por ejemplo, la formación de capital, que se destaca actualmente entre los temas de interés público más relevantes - las transacciones financieras que llevan consigo no son simple reflejo de las asignaciones y distribuciones de recursos reales que habrán de hacerse necesariamente. El mercado financiero puede influir, e influye, de manera significativa en el volumen total y en la composición de la actividad económica no financiera.

Al propio tiempo, los mercados financieros de los Estados Unidos no son un mecanismo estático, sino que se hallan en continuo cambio, en una evolución impulsada unas veces por las nuevas necesidades de la economía no financiera, otras por alteraciones de la función del gobierno y otras por iniciativas privadas cuyo objeto es aprovechar oportunidades nuevas. Además, el ritmo de la evolución de esos mercados dista de ser constante y en los últimos años se ha acelerado notablemente. Aunque en este ámbito las predicciones son siempre, en el mejor de los casos, inseguras, se ha generalizado la impresión de que el último período de rápida evolución de los mercados financieros de los Estados Unidos probablemente se prolongará por cierto tiempo.

Algunos de los elementos subyacentes de esta nueva etapa de cambio financiero más rápido pueden explicarse con facilidad en función de determinados factores básicos, como elevación de la tasa media de inflación de precios del país, mavor inestabilidad de los tipos de interés y de los precios de los activos, enorme aumento del déficit del presupuesto federal, creciente apertura de la economía de los Estados Unidos, tendencia a la reducción de la reglamentación del gobierno, y adelantos de la tecnología de las comunicaciones y de la elaboración de la información. Hay otros factores cuya intervención es más indirecta, como el descenso del promedio de crecimiento de la actividad económica real o la mayor variabilidad de los precios relativos de productos y factores, provocada en un principio por los productores de petróleo internacionales. En todo caso, lo que está claro es que los cambios que se han registrado en el funcionamiento de los mercados financieros han tenido ya importantes repercusiones en la distribución de las actividades y los recursos no financieros de la economía de los Estados Unidos.

El objeto del presente artículo es ofrecer unas bases para entender los cambios que se están produciendo en los mercados financieros de los Estados Unidos, situando lo ocurrido recientemente en esos mercados en la perspectiva de su evolución durante el último cuarto de siglo aproximadamente, período que se inició mucho antes de que entraran en escena los fac-

tores antes mencionados como elementos clave para explicar la aceleración del ritmo del cambio financiero. Un punto importante que hay que subrayar en este análisis es la interacción de los mercados financieros y la economía no financiera, es decir, las exigencias que ha impuesto la economia no financiera del país a los mercados financieros y las reacciones de esos mercados ante esas exigencias. Al propio tiempo, el cambio de la función del gobierno federal, introducido a través de la política fiscal, monetaria v reguladora, es también una parte importante de la cuestion. Otro elemento clave es la alteración del papel del gobierno como intermediario financiero. Muchas de las innovaciones más conocidas de los últimos años -- por ejemplo, cuentas NOW (cuentas por cuyo saldo se pueden pagar intereses), fondos mutuos del mercado monetario, valores respaldados por hipotecas, préstamos de tipos variables, etc. - se examinarán también en el curso de este estudio, pero son los factores más fundamentales, y no estas innovaciones concretas, los que constituyen su objeto principal.

En la sección I se examinan los cambios que se han producido en las relaciones entre la inflación de precios, los tipos de interés y la rentabilidad de los activos en general en los Estados Unidos desde mediados del decenio de 1950. Como es sabido, durante este período las principales tendencias han sido el aumento de la inflación; la reducción de la rentabilidad en sentido real, y especialmente después de deducir los impuestos, y la mayor variabilidad de los beneficios. A este respecto, las variaciones de la política monetaria constituyen la base principal.

En la sección II se estudian con cierto detalle los cambios que se han registrado en la financiación de la actividad no financiera en la economía de los Estados Unidos. En este caso la característica dominante —hasta 1980, pero no después- ha sido la creciente orientación hacia una economía financiada más bien por la deuda privada que por la deuda pública. Con posterioridad, el hecho fundamental ha sido la inversión de la función del gobierno como prestatario, debido al giro radical de la política fiscal después de 1980.

En la sección III se analizan los cambios en los procedimientos adoptados por los mercados financieros de los Estados Unidos para satisfacer las necesidades de los prestatarios no financieros de la economía, con especial referencia a la función de los intermediarios financieros y a las modificaciones de las formas de intermediación. En este sentido, la tendencia dominante ha sido la intensificación de las funciones de los intermediarios financieros en la economía. Al propio tiempo, el gobierno ha tenido una mayor intervención como garante e intermediario de la deuda del sector privado.

I. RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS Y POLITICA MONETARIA

Uno de los hechos más notorios que se han observado en los mercados financieros de los Estados Unidos en los últimos

CUADRO N.º 1

RENDIMIENTOS MEDIOS DE LOS ACTIVOS CORRESPONDIENTES A TRES SUBPERIODOS, 1956-1983 (En %)

	1956: I-1969: IV				1970: I-1979: III			1979: IV-1983: III		
	Nominales	Reales	Deducidos los impuestos	Nominales	Reales	Deducidos Ios impuestos	Nominales	Reales	Deducidos Ios impuestos	
Activos financieros										
Dinero	0,00	- 2,54	- 2,54	0,00	- 7,42	- 7,42	0,00	- 7,49		
plazo	3,14	0,60	-0,30	4,70	-2,74	-4,29	5,22	-2,27		
Deuda a corto plazo	4,28	1,74	0,50	7,02	-0,40	-2,71	12,20	4,71		
Deuda a largo plazo	-0,15	-2,69	-3,98	7,27	-0,15	-3,09	13,85	6,36		
Títulos de renta variable	10,39	7 ,8 5	5,89	9,27	1,85	-0,39	21,50	14,01		
Activos no financieros										
Capital residencial	8,63	6,09	6,09	14,48	7,06	7,06	14,55	3,91		
dero	13,27	10,73	10,73	14,57	7,15	7,15	17,95	7,31		

Notas: Los valores están expresados en porcentajes anuales. Los rendimientos de los activos no financieros estan basados en datos anuales correspondientes a 1956-1969, 1970-1979 y 1980-1981.

Fuente: Estimaciones del autor (vease el texto).

años es la variación de los niveles y la estructura de los rendimientos obtenidos de los activos financieros. En el cuadro número 1 se resume esta variación consignando el promedio (anualizado) de los rendimientos trimestrales de cinco grandes grupos de activos financieros emitidos y negociados en los Estados Unidos durante tres subperíodos definidos, que abarcan desde 1956 hasta la fecha de redacción del presente artículo. A efectos de comparación, se indican también en este cuadro los rendimientos medios anuales de dos tipos de activos no financieros cuya posesión es muy común entre los particulares (1). En el cuadro se exponen los promedios de los beneficios nominales convencionales, así como de los rendimientos calculados teniendo en cuenta la inflación y los impuestos.

El primer subperíodo, 1956: I-1969: IV, comprende los años que siguieron a la guerra de Corea, en los que la inflación de los precios fue relativamente lenta (pero en aumento), el crecimiento económico real cada vez más sostenido v los mercados financieros bastante estables. A raiz del acuerdo Hacienda-Reserva Federal de 1951. por el que el Sistema de Reserva Federal se vio liberado de su obligación de sostener los precios de los títulos de deuda emitidos durante la segunda guerra mundial, la Reserva Federal siguió una política monetaria independiente, pero sobre todo utilizó las «condiciones del mercado monetario» como objetivo inmediato de esa política. En la práctica, este proceder significaba tomar como objetivo la posición neta de la reserva disponible del sistema bancario

o los tipos de interés a corto plazo.

El segundo subperíodo, 1970: I-1979: III, comprende los años en que los precios subieron rápidamente, la economía real se vio sometida por dos veces a grandes alteraciones de la oferta, debidas a bruscos aumentos de los precios de la energía, y los mercados financieros perdieron progresivamente estabilidad. Durante esos años la política monetaria también fue diferente en dos aspectos importantes. En 1970, el Sistema de la Reserva Federal incluyó por vez primera objetivos concretos de crecimiento para los agregados monetarios en las directrices formuladas por la Comisión Federal de Mercado Abierto, principal órgano rector de la política monetaria. También en ese año, el Consejo de Administración de la Reserva Federal decidió por vez primera atenuar las trabas impuestas al sistema bancario mediante los topes de los tipos de interés establecidos por la Reglamentación Q, suprimiendo esos topes respecto de la mayoría de los certificados de depósitos negociables.

El último subperíodo, 1979: IV-1983: III, abarca la época de desinflación, sucesivas recesiones económicas y aumento de la inestabilidad de los mercados financieros que acompañó al experimento realizado por la Reserva Federal con una forma de monetarismo más estricto (2). En octubre de 1979, la Comisión Federal de Mercado Abierto declaró que se iba a tratar de nuevo de lograr las tasas de crecimiento previstas para los principales agregados monetarios, y para alcanzar esos objetivos adoptó nuevos procedimientos basados en el control del aumento de las reservas bancarias no tomadas en préstamo. Este experimento duró poco menos de tres años. En octubre de 1982, el presidente del Sistema de la Reserva Federal anunció públicamente la suspensión temporal del objetivo de crecimiento de la oferta monetaria M, definida en sentido estricto, y la política monetaria siguió restando importancia a esta oferta (y aparentemente también a los demás grandes agregados monetarios) hasta fines de 1983.

De los cinco grupos en que se clasifican los activos financieros en el cuadro n.º 1, «dinero» comprende depósitos a la vista y efectivo y, por lo tanto, se refiere a los activos cuya tasa de rendimiento nominal es nula y que sirven de medios de pago. «Depósitos de ahorro y a plazo» son los activos que tienen ta-

sas de rendimiento nominal (no nulas), con sujeción a los topes fijados por la ley. «Deuda a corto plazo», que abarca todos los demás instrumentos de depósito y todos los títulos de deuda del mercado abierto cuvo plazo de vencimiento sea inferior a un año, denota activos cuyas tasas de rendimiento nominales vienen determinadas por el mercado, pero cuyo riesgo por variación del tipo de interés es escaso. «Deuda a largo plazo» comprende todos los demás títulos de deuda y designa activos cuvas tasas de rendimiento nominal están sujetas a considerables riesgos en relación con el tipo de interés. «Títulos de renta variable» engloba aquellos activos que entrañan un riesgo residual para la propiedad. De los dos grupos de activos no financieros incluidos a efectos de comparación, el «capital residencial» está constituido por viviendas unifamiliares v los terrenos correspondientes, y los «bienes de consumo duradero», por una amplia diversidad de bienes y enseres domésticos.

En la primera columna de cada uno de los tres subperíodos se indica el promedio anualizado de los rendimientos nominales de los cinco grupos de activos financieros por trimestres. Esos rendimientos son nulos en el caso del dinero: una media ponderada en el caso de los depósitos de ahorro y a plazo; el rendimiento básico de los efectos comerciales de cuatro a seis meses, en la deuda a corto plazo; el rendimiento de los títulos de renta fija de sociedades, más el porcentaje anualizado de las pérdidas o ganancias de capital calculadas mediante la aplicación de la fórmula de cotización de los títulos consolidados a las variaciones del rendimiento Paa, en la deuda a largo plazo; y el rendimiento cotización-dividendos, más el porcentaje anualizado de las pérdidas o ganancias de capital con arreglo al índice 500 de Standard and Poor, en el caso de los títulos de renta variable. Los rendimientos anuales de los dos tipos de activos no financieros incluyen, en cada caso, un rendimiento de servicio atribuido (el equivalente del arrendamiento), más las pérdidas o ganancias anuales de capital expresadas en porcentajes. La segunda columna de cada subperíodo indica los rendimientos reales correspondientes, es decir, los respectivos rendimientos nominales menos la variación porcentual anualizada del índice de precios de consumo. En la tercera columna de los dos primeros subperíodos se consignan los rendimientos reales correspondientes una vez deducidos los impuestos (3).

Estas cifras de rentabilidad media ponen de manifiesto varios cambios importantes en el comportamiento de los mercados financieros de los Estados Unidos. En primer lugar, los rendimientos nominales, que en la mayoría de los activos, por término medio, sólo fueron ligeramente más altos en el subperíodo 1970-1979 que en el subperíodo 1956-1969 han aumentado notablemente, por término medio, desde 1979. En segundo lugar, esta diferencia es especialmente visible en los rendimientos reales. Durante el decenio de 1970 las participaciones de capital fueron los únicos activos que dieron un rendimiento medio positivo por encima de la inflación, y aún así no llegó al 2 por 100. En este decenio, por término medio, todos los activos financieros dieron rendimientos reales negativos después de deducir los impuestos. En cambio, desde octubre de 1979 los tres grupos de activos financieros no constituidos por depósitos han dado, por término medio, rendimientos reales positivos cuantiosos. Finalmente, la relación entre los rendimientos de los activos financieros y no financieros se ha alterado también de manera patente en los últimos años. En el subperíodo 1956-1969, los títulos de renta variable fueron los únicos activos financieros de rendimiento medio comparable al de la vivienda o los bienes de consumo duradero, y durante 1970-1979 ninguno de los activos financieros tuvo tal rendimiento. En cambio, desde 1979 los títulos de deuda del mercado abierto de todo tipo de vencimientos han dado rendimientos comparables a los de los activos no financieros, y el rendimiento medio de los títulos de renta variable ha sido más alto.

Un segundo aspecto importante del comportamiento de los mercados financieros en los úl-

timos años, que presenta marcadas diferencias con respecto a la época anterior, es el gran aumento de la variabilidad de la mayoría de los precios y rendimientos de los activos. Durante los dos ciclos económicos por los que han pasado los Estados Unidos desde 1979, los tipos de interés han experimentado variaciones de una amplitud sin precedentes, y la variabilidad a más corto plazo -de mes en mes, de día en día e incluso en el mismo día- ha aumentado también de manera espectacular. En el cuadro número 2 se resume la evolución de estas relaciones indicando las desviaciones típicas correspondientes a los rendimientos reales medios (antes de deducir los impuestos) que figuran en el cuadro n.º 1.

No es posible saber con seguridad en qué medida estas importantes diferencias en el comportamiento de los mercados financieros de los Estados Unidos se deben a cambios de la política monetaria. Sin embargo, en lo que respecta es-

pecialmente al período iniciado en octubre de 1979, parece estar claro que al poner mayor empeño en controlar las magnitudes (los agregados monetarios) se provocó un aumento de la inestabilidad en los precios y rendimientos correspondientes. Cuando la demanda de dinero y otros activos por parte del público presenta una variación aleatoria, así como una variación más sistemática relacionada con las fluctuaciones de la actividad económica no financiera, la intensificación de los esfuerzos encaminados a controlar inmediatamente las magnitudes monetarias hace que la inestabilidad de las preferencias en relación con los valores repercuta en los tipos de interés y en los precios de los activos. Lo paradójico de esta situación, contemplada retrospectivamente, es que la inestabilidad consiguiente de la economía no financiera - que quizá fuese independiente, pero que pudo ser provocada por la propia política económica- era tan grande que los agregados monetarios también resultaron más variables durante este período.

CUADRO N.º 2

DESVIACIONES TIPICAS DE LOS RENDIMIENTOS REALES MEDIOS (SIN DEDUCIR LOS IMPUESTOS) CORRESPONDIENTES A TRES SUBPERIODOS, 1956-1983

(En %)

	1956: I-1969: IV	1970; I-1979: III	1979: IV-1 98 3: III
Activos financieros			
Dinero	1,76	3,37	4,69
Depósitos de ahorro y a plazo	1,74	3,22	4,71
Deuda a corto plazo	1,18	2,05	4,20
Deuda a largo plazo	12,02	16,62	28,30
Títulos de renta variable	21,66	29,05	36.84

Notas: Desviaciones típicas de los rendimientos trimestrales. Valores expresados en porcentajes anuales,

Fuente: Estimaciones del autor (véase el texto).

II. POLITICA FISCAL Y NECESIDADES DE CREDITO DE LA ECONOMIA NO FINANCIERA

Una de las características más notables de los mercados financieros de los Estados Unidos a partir de la segunda guerra mundial es la expansión en la economía de la deuda privada. El grado de dependencia del crédito de particulares y empresas ha venido aumentando casi sin cesar en relación con su actividad básica no financiera. Las empresas han recurrido más a préstamos negociados y a emisiones de deuda del mercado, en comparación con el capital obtenido del exterior o retenido en el interior, para financiar la adquisición de activos rentables y capital de operaciones. Los particulares han recurrido más al crédito hipotecario para financiar sus viviendas y al crédito personal a corto y largo plazo para financiar la adquisición de bienes de consumo duradero e incluso el consumo corriente. A consecuencia de ello, el endeudamiento del sector privado de la economía de los Estados Unidos ha aumentado considerablemente.

Este aumento generalizado del endeudamiento privado no ha representado un cambio en la propensión total de la economía no financiera de los Estados Unidos a emitir títulos de deuda (y, por consiguiente, a mantener saldos de deuda). De hecho, a lo largo de este período el monto total de la deuda emitida por prestatarios no financieros en la economía de los Estados Unidos ha permanecido bastante estable en relación con la actividad económica. De ahí

que la política fiscal haya sido un elemento clave, pues el gran aumento de la deuda privada ha reflejado un descenso considerable de la deuda pública en relación con la actividad económica. Aunque la deuda de la administración estatal y local ha aumentado en cierta medida, la nota predominante ha sido el enorme descenso de la deuda pendiente de la administración federal (también en relación con la actividad económica). Por eso, el aumento de la deuda privada se ha producido en gran parte como contrapartida de la reducción del endeudamiento federal.

Ahora bien, desde el comienzo del decenio de 1980, la política fiscal de los Estados Unidos ha dado un giro radical. Resultado de ello es el visible aumento del endeudamiento del gobierno federal en relación con la actividad económica no financiera. De persistir esta tendencia, como parece probable si no se produce una nueva alteración de la política fiscal, o bien el nivel global de la deuda de la economía empezará a elevarse como nunca lo ha hecho. o se reducirá la deuda del sector privado en comparación con una economía en desarrollo.

En el cuadro n.º 3 figuran los promedios quinquenales, junto con los correspondientes a los dos últimos años, respecto de los cuales se dispone va de datos completos, del total de la deuda pendiente del mercado de crédito de los prestatarios no financieros de la economía de los Estados Unidos, como porcentaje de la actividad económica no financiera medida por el producto nacional bruto. Además, este total de la deuda se divide en los subtotales correspondientes al gobierno federal y a otros grandes grupos prestatarios. En términos globales, la proporción del total de la deuda no financiera de la economía de los Estados Unidos en esta forma fue especialmente constante durante el período siquiente a la guerra de Corea, mostrando solamente una ligera tendencia ascendente y pequeñas reacciones cíclicas debidas a fluctuaciones del producto nacional bruto en torno a su tendencia al crecimiento. En realidad, durante este período, hasta 1980, la proporción del total de la deuda no financiera fue más estable que el coeficiente de dinero análogo (es decir, el recíproco de la velocidad monetaria), sea cual fuere la definición de dinero que se adopte (4).

En neto contraste con la firme tendencia de la economía no financiera de los Estados Unidos a recurrir a la deuda, el comportamiento de grupos concretos de prestatarios no financieros respecto de la deuda sigue pautas muy divergentes. Hasta estos últimos años. la deuda del gobierno federal tendía a decrecer, y la deuda del sector privado a crecer, en relación con el producto nacional bruto. El endeudamiento relativo de empresas y particulares seguía aumentando, mientras que en la administración estatal y local se incrementaba primero para reducirse después.

A fin de comprender mejor cómo ha llegado la deuda privada a desempeñar un papel más importante en la financiación de la actividad económica de los Estados Unidos, conviene examinar brevemente los préstamos contraídos por los principales grupos cuyas necesidades cubren estos mercados financieros.

CUADRO N.º 3

DEUDA PENDIENTE DE LOS PRESTATARIOS NO FINANCIEROS EN LOS ESTADOS UNIDOS, 1956-1982

-		GOBIERNO		OTROS PRESTA	TARIOS NO F) FINANCIEROS		
A Ñ O S	TOTAL	FEDERAL	Total	Administración estatal y local	Sociedades	Otras empresas	Economias familiares	
1956-1960	138,1	49,3	88,8	12,9	28,6	8,4	38,9	
1961-1965	143,2	41,4	101,8	14,5	31,0	10,2	46,1	
1966-1970	140,0	32,1	107,9	14,3	34,5	11,8	47,3	
1971-1975	140,9	26,9	114,1	14,4	38,4	13,1	48,2	
1976-1980	142,7	27,9	114,8	12,4	38,6	12,5	51,3	
1981-1982	147.1	29.7	117.5	11.2	39.9	13.2	53.2	

Notas: Los datos son totales de deuda del mercado de crédito al final del año, expresados en porcentajes del producto nacional bruto del cuarto trimestre, ajustados estacionalmente a la tasa anual. Como en algunos casos se han redondeado las cifras, los datos parciales no siempre suman el total correspondiente.

Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Fedral.

Empresas. El uso total de fondos por parte de las sociedades mercantiles de los Estados Unidos ha aumentado durante los dos últimos decenios, no sólo en términos absolutos, sino también en comparación con la escala global de la actividad económica del país. Dentro de este total, el uso de fondos para invertir en activos físicos - instalaciones, equipos, bienes inmuebles, existencias y otras inversiones reales - ha dominado sistemáticamente los usos de fondos para la adquisición de activos financieros y además ha representado la mayor parte del aumento del uso total de fondos por parte de las sociedades en relación con el producto nacional bruto. Las empresas no financieras han utilizado también, de manera sistemática, algunos fondos para adquirir activos financieros (en su mayoría no líquidos), actuando así en parte como intermediarios financieros. En general, las sociedades mercantiles y las empresas no constituidas en sociedades han tenido un comportamiento

bastante parecido a este respecto.

Dada esta situación en lo que se refiere a las necesidades de fondos de las empresas para sus actividades no financieras ordinarias, en los decenios de 1960 y 1970 el equilibrio del financiamiento de las sociedades se desplazó hacia los fondos externos, incluidos la deuda v los valores. También en esos años cobraron importancia las asignaciones para amortización y la perdieron los beneficios no distribuidos (en otros términos, las adiciones internas de acciones) como fuentes de fondos internos de las sociedades. En los últimos años del decenio de 1970, los efectos de la recesión económica y de la recuperación frenaron temporalmente la tendencia a recurrir a la financiación externa, hasta el punto de que el endeudamiento de las sociedades descendió de su máximo anterior de 41 por 100 del producto nacional bruto a un promedio de 38-39 por 100. No obstante, desde entonces las sociedades parecen haber adoptado de nuevo las formas de financiación que habían predominado durante quince años, antes de la recesión extraordinariamente acentuada en 1973-1975.

Otra característica del comportamiento financiero de las sociedades estadounidenses, que interesa destacar en este contexto, es el aumento de la importancia de la deuda y la correspondiente reducción de la importancia del capital entre las fuentes de financiación externa de las sociedades, salvo en los dos últimos años, en los que la financiación mediante acciones alcanzó cifras sin precedentes. Las escasas emisiones de acciones que se efectuaron durante el decenio de 1960 representaban casi siempre ofertas públicas iniciales de nuevas empresas especulativas dirigidas a un sector de inversionistas dispuesto a asumir riesgos considerables. Las sociedades consolidadas, en general, evitaban el mercado de capital. El pe-

queño aumento de las ofertas que se registró en los primeros años del decenio de 1970 correspondió solamente a un sector de la industria de los Estados Unidos (las empresas de servicios públicos) y consistió en gran parte en acciones preferentes que, en muchos aspectos, son simplemente bonos para empresas inversionistas que son objeto de un trato fiscal especial. En cambio, la oleada de ofertas que se produjo después de 1980 fue amplia y generalizada. El total bruto de las nuevas emisiones de acciones por las sociedades del país alcanzó la cifra récord de 31.000 millones de dólares en 1982, de los cuales 25.000 millones, cifra también sin precedentes, correspondieron a acciones ordinarias.

El hecho de que durante la mayor parte del último cuarto de siglo las empresas hicieran mayor uso de la deuda como medio de financiación probablemente es reflejo de varias influencias sobre la adopción de decisiones financieras empresariales. En primer lugar, la mayoría de las empresas de los Estados Unidos salieron del período de la segunda guerra mundial con una deuda que, en relación con su volumen de producción y con sus beneficios, era muy reducida en comparación con su situación antes de la guerra. Por referencia a los niveles de antes de la guerra, el aumento del endeudamiento de las sociedades en la posquerra fue bastante moderado (5).

Sin embargo, hay otras explicaciones más concretas. Primero, cabe suponer que si un prestatario del sector privado está dispuesto a asumir obligaciones crediticias es porque confía en poder cumplir esas obli-

gaciones en una amplia diversidad de circunstancias posibles. incluidas las propias del prestatario y las generales de la economía. Cuando los directivos de las empresas vieron que la economía de los Estados Unidos gozaba de una estabilidad y de una prosperidad notoriamente mayores, probablemente atribuyeron un riesgo menor a cualquier nivel determinado de endeudamiento en relación con el balance o con los ingresos. Segundo, la aceleración secular de la inflación y el consiguiente aumento limitado de los tipos de interés nominales (véase el cuadro n.º 1) dieron a los prestatarios sujetos al pago de impuestos un incentivo más para aumentar su endeudamiento, ya que los tipos de interés reales pasaban a ser negativos una vez deducidos los impuestos, dada la posibilidad de deducir el pago de intereses de la renta a efectos fiscales. No obstante, como indica el cuadro n.º 1, esta situación ha cambiado radicalmente. Por último, al menos durante el decenio de 1960, los directivos de las empresas parecen haber actuado casi siempre con arreglo a la opinión de que las participaciones de capital estaban de alguna manera «infravaloradas». Especialmente en el decenio de 1960, la idea de que las acciones estaban infravaloradas en general no sólo fue la causa de que las grandes sociedades hicieran muy escasas emisiones de acciones, sino que además provocó acontecimientos tales como la ola de fusiones de conglomerados financiadas en gran parte mediante deuda. De hecho, las cotizaciones de los títulos de renta variable, tanto nominales como reajustadas, se habían elevado bastante durante los decenios de 1950 y 1960. A partir

de entonces no hubo grandes fluctuaciones de las nominales, y sí un gran descenso en términos reales, hasta mediados de 1982, momento en que se inició la recuperación del mercado.

Particulares. El considerable aumento del endeudamiento relativo de las economías familiares estadounidenses que se recoge en el cuadro n.º 3 es reflejo quizá de influencias en el comportamiento análogas a las mencionadas más arriba como probables causas del aumento de la utilización de la deuda por las empresas. En un principio, simplemente la vuelta a los niveles de préstamo de antes de la guerra, después una idea distinta de los niveles de deuda tolerables, a medida que se generalizaba la confianza en la estabilidad y prosperidad de la economía, y finalmente el creciente incentivo que suponía para los contribuyentes de las categorías tributarias más altas contraer préstamos a medida que se elevaban la inflación de los precios y los tipos de interés nominales (6), fueron factores que contribuyeron todos a que los particulares se mostrasen más dispuestos a obtener créditos. Posteriormente, como se observa en el cuadro n.º 1, la relación entre tasas de préstamo y tasas de rendimiento de la propiedad de viviendas y bienes de consumo duradero ha cambiado radicalmente.

Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el caso de las empresas, el aumento del endeudamiento de los particulares rebasó la relación con el producto nacional bruto mantenida en años anteriores. La deuda de los particulares en relación con el producto nacional bruto superó ya en 1952 la norma del 25 por 100 vigente antes de la guerra y continuó aumentando, prácticamente sin interrupción, hasta 1964, fecha en que llegó a un 48 por 100, permaneciendo en este nivel, con pequeñas variaciones, hasta 1975. Parecía pues que los particulares habían alcanzado un nuevo nivel de deuda tolerable. Pero en los últimos años del decenio de 1970, y especialmente en los primeros del de 1980, el endeudamiento relativo de los particulares empezó de nuevo a incrementarse de manera pronunciada.

La comparación del uso total de fondos de las unidades familiares estadounidenses con la renta personal disponible indica que los particulares han tenido que ser siempre prestatarios netos. Después de no haber mostrado una tendencia definida durante el cuarto de siglo que siguió a la segunda guerra mundial, el déficit de la renta disponible respecto del total de usos de fondos por parte de las economías familiares aumentó sustancialmente en el decenio de 1970. Hasta entonces, el equilibrio del ahorro y el crédito como fuentes de fondos para las economías familiares se había mantenido, en general, estable. Posteriormente, los particulares han recurrido menos al ahorro y más al crédito, incluidas las hipotecas y los créditos personales a corto y largo plazo, como fuente de fondos. Con sujeción a ciertas variaciones, relacionadas fundamentalmente con el ritmo de la construcción de viviendas v el movimiento de los precios de éstas, las hipotecas sobre las viviendas han representado una proporción bastante estable de cinco octavos del total del endeudamiento de los particulares, y al finalizar el año 1982 el porcentaje correspondiente a las hipotecas era del 65,8 por 100. De los restantes elementos, el crédito personal (25,7 por 100 al finalizar el año 1982) se ha reducido gradualmente en relación con el total, mientras que la cifra de préstamos en todas las demás modalidades, que era relativamente pequeña, ha aumentado gradualmente.

Administración estatal y local. La deuda pendiente de los órganos de la administración estatal y local se elevó paulatinamente del 7 por 100 del producto nacional bruto, cifra registrada al término de la segunda querra mundial, a poco más del doble en 1971, para descender después durante este decenio y lo que va del siguiente. La nivelación de la proporción de la deuda de la administración estatal y local en el decenio de 1960 y su descenso en el de 1970 contrasta, en cierta medida, con el volumen relativo de la actividad no financiera de esas entidades, que continuó creciendo vigorosamente en los decenios de 1950 y 1960 y no empezó a descender hasta fines del de 1970. El gran aumento de la prestación de servicios públicos locales durante la posguerra, una gran parte del cual respondía a las necesidades creadas por el auge de los nacimientos que se produjo en la posguerra, duplicó con creces la adquisición de bienes y servicios por parte de la administración estatal y local como porcentaje del producto nacional bruto en esos años. No obstante, desde entonces los datos demográficos han cambiado mucho y el alcance de las actividades de las entidades estatales v locales se ha reducido en términos relativos. Por lo común, esas entidades han ido aumentando sus ingresos totales, consistentes fundamentalmente en tributos y subvenciones federales, al paso que aumentaban sus gastos totales, constituidos básicamente por compras de bienes y servicios más algunas transferencias de poca importancia y el excedente de los intereses pagados sobre los percibidos. En realidad, desde el decenio de 1970 han venido registrando superávit en términos globales, incluidos sus fondos de pensiones. Por consiguiente, los créditos suscritos por la administración estatal y local han servido en gran parte para financiar las inversiones de esas entidades en instrumentos financieros.

El gobierno federal. Lo que hav de nuevo en este panorama desde 1980 es la orientación de la política fiscal de los Estados Unidos y sus repercusiones en lo que respecta a los préstamos contraídos por el gobierno federal. El presupuesto del gobierno federal rara vez se ha cerrado con superávit desde 1956, pero durante el período transcurrido entre esa fecha v el año 1980 sólo en los años de la recesión (1975-1976) fue el déficit lo suficientemente grande como para que el gobierno no «pagara» la deuda pública en relación con la actividad no financiera (reducida temporalmente). Por otra parte, el coeficiente de deuda del gobierno siguió descendiendo con arreglo a la tendencia general, unas veces rápidamente y otras con más lentitud. Ahora bien, desde 1980 la situación es totalmente distinta.

En el cuadro n.º 4 se hace ver hasta qué punto la magni-

tud de los déficit del gobierno federal en los últimos años, sea en dólares o en relación con el producto nacional bruto, carecen de precedentes en la historia de los Estados Unidos, exceptuadas las épocas de guerra. Las dos primeras columnas del cuadro indican que, a pesar de que con frecuencia se diga que el déficit del presupuesto del gobierno «siempre» ha sido considerable, de hecho, déficit persistentes superiores al 1 por 100 del producto nacional bruto no han sido una característica de la política fiscal de los Estados Unidos hasta el decenio de 1970. Hasta 1982 el déficit sólo había rebasado el 3 por 100 del producto nacional bruto en los años 1975 y 1976, a raíz de la grave recesión económica de 1973-1975. Los efectos análogos de la recesión de 1981-1982 han elevado el déficit a más del 4 por 100 del producto nacional

bruto en 1982 y a más del 6 por 100 en 1983. Las dos columnas siguientes del cuadro hacen ver que, como ocurrió en otras ocasiones en que se registraron cuantiosos déficit, los de 1981 y 1982 reflejaron, sobre todo, la escasez de ingresos fiscales y el aumento de los pagos de transferencia debidos a la disminución del empleo, de los ingresos y de los beneficios en una época de recesión. En cambio, el déficit de 1983 y los ya previstos para el resto del decenio significan que el presupuesto estará desequilibrado incluso en una situación de pleno empleo.

A consecuencia de esta serie de grandes déficit, la relación entre el endeudamiento del gobierno federal y el producto nacional bruto se ha elevado desde un nivel bajo, del 25,1 por 100, registrado al finalizar el ejer-

cicio fiscal de 1974, a un 27,8 por 100 al final del ejercicio fiscal de 1980 y a un 35,4 por 100 al final del de 1983. Aun con arreglo a las proyecciones más optimistas de los futuros déficit presupuestarios, el coeficiente de la deuda del gobierno rebasará el 40 por 100 dentro de otros tres años. Si se parte de previsiones menos optimistas, ese coeficiente sobrepasará antes el 40 por 100 y se aproximará al 50 por 100 a finales del decenio. Como se observa en el cuadro n.º 3, uno y otro resultado representarán un importante acontecimiento en el contexto de la experiencia histórica de los Estados Unidos.

Este cambio total de posición del gobierno federal en relación con los mercados de crédito de los Estados Unidos ha tenido va varias repercusiones apreciables, entre ellas sus efectos sobre los niveles de rendimiento, sobre el tipo de cambio internacional del dólar, sobre las pautas de la tenencia de valores y sobre las modalidades de la intermediación. Si persiste, tendrá consecuencias aún más importantes para los mercados financieros de los Estados Unidos precisamente en los aspectos que se analizan en el presente artículo. Un posible resultado sería el aumento sostenido - por primera vez desde la segunda guerra mundial – del endeudamiento global de la economía en relación con la actividad económica no financiera. Ese resultado impondría nuevas y considerables presiones a los mercados financieros en general y al sistema de intermediación en particular. El otro resultado posible sería un descenso constante - también por vez primera desde la segunda querra mundial - del endeudamien-

CUADRO N.º 4

DEFICIT DEL PRESUPUESTO FEDERAL: REAL Y EN SITUACION DE PLENO EMPLEO, 1956-1983

	DEF	CIT REAL	DEFICIT EN SITUACION DE PLENO EMPLEO		
AÑOS	Déficit	Porcentaje del PNB real (%)	Déficit	Porcentaje del PNB potencial (%)	
1956-1960	2	0.3	- 6	- 1.2	
1961-1965	5	0,8	- 5	- 0.9	
1966-1970	7	0,9	6	0,8	
1971-1975	24	1,9	11	0,8	
1976-1980	60	3,0	16	0,8	
1981	78	2,8	- 7	-0.2	
1982	128	4,2	19	0,6	
1983	208	6,4	57	1,6	

Notas: Las cifras de déficit se expresan en miles de millones de dólares y en porcentaje del producto nacional bruto real o potencial. Los años indicados corresponden a ejercicios fiscales. Las cifras de déficit reales comprenden gastos extrapresupuestarios. Las cifras de déficit en situación de pleno empleo se basan en las cuentas de la renta y el producto nacionales. Las cifras negativas indican superávit.

Fuente: Dirección de Gestión y Presupuesto del Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

CUADRO N.º 5

FONDOS DEL MERCADO DE CREDITO DE LOS ESTADOS UNIDOS ADELANTADOS A LOS SECTORES
NO FINANCIEROS, 1956-1982

		Inversionistas			INTERMEDIARIOS FINANCIEROS				
A Ñ O S Tot	Total	privados no financieros del país	Gobierno federal	Extranjero	Total	Bancos comerciales	Entidades de ahorro	Otros	
			(Mile	s de millone	s de dólar	es)			
956-1960	40,4	6,8	2,0	1,3	30,4	7,7	8,8	14,0	
961-1965	63,1	1,6	5,1	0,7	55,7	20,7	15,0	20,0	
966-1970	94,2	8,8	8,6	3,1	73.6	29.4	14,3	29,9	
971-1975	190,4	17,5	13.8	12,8	146.3	60.3	39,7	46.3	
976-1980	364,9	43,4	25,2	25,3	271,0	99.4	67,0	104,7	
981-1982	439,0	75,6	32,2	22,2	309,0	105,6	23,8	179,6	
		(Po	orcentajes d	el total de lo	s fondos :	adelantados)			
1956-1960	100.0	16,9	4,7	3,2	75.2	19,0	21,7	34,4	
961-1965	100,0	2,3	8,0	1,4	88,2	32,8	23.7	31,7	
966-1970	100.0	10,3	9,1	2,4	78,2	31,2	15,1	31,9	
971-1975	100,0	8,2	7,1	7,2	77,5	32,1	21,0	24,4	
976-1980	100,0	11,6	6,9	7,1	74,4	26,8	19,0	28,6	
981-1982	100,0	16.8	7,4	5,1	70.8	24,1	5,4	41,2	

Notas: Los datos son promedios de corrientes anuales, en miles de millones de dólares y en porcentajes del total anual de los fondos adelantados. Como en algunos casos se han redondeado las cifras, los datos parciales no siempre suman el total correspondiente.

Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

to del sector privado en relación con la actividad económica. Tal resultado sometería a empresas y particulares a unas condiciones financieras más rigurosas que nunca, lo cual probablemente surtiría efectos negativos en la formación de capital empresarial y residencial (7).

III. EVOLUCION DE LAS MODALIDADES DE INTERMEDIACION

Una de las principales características de los mercados financieros muy desarrollados es que la preferencia de los particulares y de otros inversionistas no financieros por los títulos de crédito contra intermediarios financieros hace recaer en éstos, en gran medida, la tarea de atender a las necesidades que los participantes no financieros en la economía introducen en los mercados financieros. Tampoco a este respecto son los Estados Unidos una excepción. En 1982, los particulares, colectivamente, siguieron siendo el grupo más numeroso de tenedores de todos los títulos directos contra prestatarios no financieros y emisores de acciones de los Estados Unidos, pero sólo en virtud de su predominio entre los propietarios de acciones. No obstante, en términos globales, la proporción de los particulares, incluidas o excluidas las acciones, ha tendido a descender en el transcurso del tiempo, al igual que la proporción de todos los demás inversionistas no financieros. Al disminuir el porcentaje de derechos directos sobre entidades no financieras correspondiente a todos los inversionistas no financieros, el correspondiente a los intermediarios financieros se ha elevado en consecuencia. Los intermediarios alcanzaron por vez primera en 1969 la mayoría de todos los títulos directos pendientes en los mercados financieros de los Estados Unidos (incluidas las acciones) y han seguido teniéndola desde entonces.

En el cuadro n.º 5 se exponen datos que ponen de manifiesto el predominio mayor aún de los intermediarios en la aportación de los nuevos fondos que requieren cada año los participantes no financieros en la economía de los Estados Uni-

dos. Esos datos se expresan en dólares y en porcentajes del total de los fondos netos facilitados a todos los sectores no financieros. Al igual que en el cuadro n.º 3, las cifras corresponden a promedios quinquenales, más el promedio bienal de 1981-1982. No se incluyen las ganancias del capital en acciones, que representaron la mayor parte del aumento de la tenencia de valores de los particulares hasta los últimos años del decenio de 1960 v más de la totalidad del aumento posterior.

Aparte de acumular plusvalia, los particulares y otros inversionistas privados no financieros del país sólo desempeñaron un papel relativamente secundario en la satisfacción directa de las necesidades que las entidades no financieras introdujeron en los mercados financieros

del país (8). Además, este papel secundario fue reduciéndose por término medio hasta que los cambios relacionados con la elevación de los tipos de interés, las nuevas formas de tenencia de activos y la general desintermediación invirtieron la tendencia a fines del decenio de 1970. La función del gobierno federal a este respecto ha sido también casi siempre poco importante, y la de los inversionistas extranjeros se ha ampliado, pero sigue siendo limitada.

Debido en parte a que una fracción creciente de las necesidades de sectores no financieros ha tomado la forma de deuda emitida por prestatarios privados y no por el gobierno federal (por lo menos hasta 1980), así como a otras razones relacionadas con las últimas innovaciones financieras, muchos de los inversionistas no financieros

han preferido acumular derechos sobre los intermediarios y han confiado a éstos la tarea de distribuir directamente los recursos financieros de la economía. Como demuestra el cuadro n.º 5, bancos, entidades de ahorro y otros intermediarios han sido todos destacados participantes en este proceso. No obstante, en los últimos años el avance de la intermediación en los mercados financieros de los Estados Unidos no ha sido ni mucho menos uniforme. La creciente especialización de los intermediarios financieros ha determinado inevitablemente que algunos desempeñen un papel más importante que otros y que algunos experimenten un desarrollo más rápido que otros, pues han cambiado las necesidades y los objetivos de prestatarios y prestamistas, y las intervenciones del gobierno han favorecido (intencionalmente o

CUADRO N.º 6

ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS INTERMEDIARIOS DE LOS ESTADOS UNIDOS, 1956-1982

			ENTIDADES	DE DEPOSITO NO	BANCARIAS
AROS	Total	Bancos comerciales	Ahorros y préstamos	Bancos mutualistas de ahorro	Cooperativas de crédito
		(1	Porcentaje del P	NB)	
1956-1960	113.2	45.0	11,9	8,0	1,0
1961-1965	128,8	46,8	17,1	8,0	1,4
1966-1970	133,6	48.7	17,2	7,9	1,6
1971-1975	140.5	52.3	19.8	7.8	2,1
1976-1980	144,4	50.8	22,9	7,0	2,5
1981-1982	154,3	51,0	22,2	5,7	2,6
		(Porcentaje	del total de activ	os financieros)	
1956-1960	100.0	39.8	10,5	7.1	0.9
1961-1965	100.0	36,3	13,3	6,4	1,1
1966-1970	100.0	36,5	12,9	5,9	1,2
1971-1975	100.0	37,2	14,1	5,6	1,5
1976-1980	100.0	35,1	15,9	4,8	1,7
1981-1982	100.0	33,1	14.4	3.7	1,7

CUADRO N.º 6 (continuación)

ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS INTERMEDIARIOS DE LOS ESTADOS UNIDOS, 1956-1982

	SEGURO	S DE VIDA Y I	PENSIONES		INSTITUCIONES PATROCINADAS POR EL GOBIERNO			
AÑOS	Seguros de vida	Pensiones privadas	Pensiones estatales y locales	Organismos de crédito	Entidades hipotecarias	Otros		
			(Porcent	aje del PNB)				
1956-1960	22,2	6,2	3,3	1,9	0,0	13,6		
1961-1965	22,3	9,2	4,5	2,5	0,1	16,8		
966-1970	20,4	10,7	5,4	3,5	0,3	17,9		
971-1975	18,1	10,2	6,3	5,0	1,4	17,5		
976-1980	17,1	9,4	6,9	6,1	4,0	17,8		
1981-1982	17,5	10,3	7,9	8,0	5,0	24,1		
		(Porce	ntaje del tota	de activos fin	ancieros)			
1956-1960	19.7	5,4	2,9	1,6	0,0	12,0		
1961-1965	17,3	7.1	3,5	2,0	0,1	13,0		
1966-1970	15,3	8,0	4,0	2,6	0,2	13,4		
971-1975	12,9	7,3	4,5	3,6	1,0	12,4		
976-1980	11,8	6,5	4,7	4,2	2,8	12,3		
1981-1982	11,3	6.7	5,2	5,2	3,2	15,6		

Notas: Los datos son promedios de las cifras registradas a final de año, expresados en porcentajes del producto nacional bruto del cuarto trimestre y en porcentajes del total de activos financieros. Como en algunos casos se han redondeado las cifras, los datos parciales no siempre suman el total correspondiente.

Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

no) primero a un tipo de instituciones y después a otro. Las tres últimas columnas del cuadro n.º 5 dan una idea de estas tendencias.

El cuadro n.º 6 ofrece un resumen más pormenorizado, basado en datos comparables respecto del total de activos financieros en manos de todos los intermediarios del país. La mitad superior de este cuadro muestra la importancia global creciente de los intermediarios, junto con las funciones respectivas de determinados grupos de instituciones, con arreglo a los datos relativos a los activos como porcentaje del producto nacional bruto. La mitad inferior se centra más directamente en la evolución de la importancia

de cada uno de estos grupos e instituciones en relación con los demás, expresando los mismos datos en porcentajes del total de activos financieros de todos los intermediarios de los Estados Unidos.

Bancos comerciales

El sistema bancario comercial ha sido durante mucho tiempo el objeto principal del análisis de los mercados financieros de los Estados Unidos, pero las razones justificativas de esta atención casi exclusiva a los bancos comerciales han seguido debilitándose. Es comprensible, en parte, que se dé tanta importancia al sistema bancario comercial, dado el papel especial que los bancos han desempeñado

tradicionalmente en el proceso de aplicación de la política monetaria, por su relación con el Sistema de la Reserva Federal. No obstante, desde 1980 no sólo los bancos sino también las demás entidades de depósitos han de mantener las reservas determinadas por la Reserva Federal. Además, en otros tiempos la banca comercial dominaba más que hoy la actividad del mercado financiero. A comienzos del presente siglo, el activo y el pasivo de los bancos eran muy superiores a los de otros intermediarios de los Estados Unidos, y antes de la aprobación de la Ley Glass-Steagall de 1933 los bancos comerciales dominaban también el mercado de valores (9). Hasta una época tan próxima como el

comienzo del decenio de 1970. los bancos comerciales de los Estados Unidos tenían el monopolio de los depósitos manejables mediante talones, pero con la introducción de las cuentas NOW y otras cuentas de transferencia similares ya no lo tienen. Al final de 1983, los depósitos pendientes en entidades de ahorro no bancarias totalizaban 33.000 millones de dólares, mientras que los depósitos a la vista alcanzaban la cifra de 243.000 millones y otros depósitos pendientes en bancos comerciales los 99,000 millones de dólares.

La banca comercial de los Estados Unidos no ha perdido terreno en relación con la escala de la actividad económica no financiera, pero no ha participado en la expansión general de la intermediación de que dan prueba los datos del cuadro número 6. Sin embargo, dentro de la estabilidad aproximativa de los totales globales, en este período se han registrado también notables cambios de composición en ambos lados del balance del sistema bancario. Entre los activos bancarios, el acontecimiento más significativo de este período fue el crecimiento continuo de la cartera de préstamos de los bancos, y el consiguiente descenso de la proporción de activos bancarios dedicada a valores de la administración estatal y local. A fines de 1982, los préstamos constituían el 74 por 100 del total del crédito bancario.

Al constituir su cartera de préstamos y restar importancia a las inversiones, los bancos han alterado la composición de sus operaciones de préstamo y el carácter de su tenencia de valores. Aunque siguen siendo la principal fuente de crédito in-

dustrial y comercial, y, dentro de los préstamos que conceden, los más importantes son los de este tipo, en su cartera ya no predominan como en otro tiempo estos préstamos; son los créditos hipotecarios y otros préstamos personales los que constituyen hoy cerca de la tercera parte del total. Especialmente en los últimos años, el uso generalizado de tarjetas de crédito expedidas por los bancos ha sido un importante factor del desarrollo de sus operaciones de concesión de créditos personales. Además, en el ámbito de los préstamos comerciales, los grandes bancos se han convertido en un importante elemento del mercado de crédito a plazo medio, al conceder préstamos de plazo de vencimiento explícitamente más largo (en algunos casos hasta diez años) y créditos rotatorios de carácter implicitamente progresivo. La inversión total de los bancos ha aumentado lentamente en términos relativos durante estos años pero, debido a los incentivos fiscales, los bancos han concentrado hasta tal punto sus inversiones en las emisiones de la administración estatal y local que durante los primeros años del decenio de 1970 tenían más de este tipo que de la deuda del gobierno federal. Salvo en los años 1974-1976 y 1980-1982, la totalidad del aumento de los títulos de la deuda federal en poder de los bancos ha correspondido a valores de organismos federales. No obstante, si persisten los grandes déficit federales indicados en el cuadro n.º 4, la situación contraria que se viene registrando desde 1980 puede convertirse en una nueva tendencia a largo plazo.

En lo que respecta al pasivo

de los bancos, los dos cambios más destacados que se han producido en los últimos años son el descenso continuo de los depósitos a la vista y, justo hasta 1982, el aumento de los depósitos de ahorro y a plazo en relación con el total de pasivos bancarios o con el producto nacional bruto, y la «revolución de la administración del pasivo», que en el caso de los grandes bancos ha supuesto un considerable aumento del uso de «fondos adquiridos». La creciente utilización por parte de los grandes bancos de pasivos tales como los certificados de depósito, fondos federales, préstamos de eurodólares, emisiones de efectos comerciales, acuerdos de recompra, etc. efectos que en algunos casos representan el desarrollo de mercados financieros totalmente nuevos-, no sólo ha alterado el balance de los bancos, sino que además ha propiciado un cambio importante en la agresividad de las prácticas bancarias en relación con los préstamos. La enorme expansión de la cartera de préstamos de los bancos, que éstos han logrado en parte por medio de la utilización competitiva de mecanismos tales como los compromisos de préstamo y los créditos a plazo medio, probablemente no hubiera sido posible si los bancos hubieran tenido que seguir ajustándose a la práctica tradicional de considerar que sus depósitos (y otros pasivos) estaban determinados por fuerzas externas. Más recientemente, la aparición de cuentas super-NOW y cuentas de depósito del mercado monetario ha hecho extensiva la práctica de la gestión del pasivo de los bancos al mercado de depósitos para el consumo. Por ejemplo, a fines de 1983, las cuentas de

depósito del mercado monetario pendientes en los bancos comerciales totalizaban 230.000 millones de dólares, cifra casi tan alta como la de 243.000 millones de dólares correspondiente a los depósitos a la vista.

Finalmente, conviene señalar que, debido a modificaciones de la organización de los bancos comerciales, en particular durante el decenio de 1960, decir simplemente que no han perdido terreno durante la época en que la economía de los Estados Unidos ha recurrido más a los intermediarios financieros, en relación con la actividad económica, puede inducir a subestimar bastante la creciente participación general de los bancos comerciales en el sistema financiero. El número de bancos comerciales norteamericanos ha permanecido más o menos constante durante los últimos años, pero el número de sucursales ha aumentado en un 10 por 100 desde 1960. Además, desde 1970, fecha de las enmiendas a la Ley Bank Holding Company, y, más recientemente, desde la promulgación de la Ley Depository Institution Deregulation and Monetary Control, los bancos han ido interviniendo progresivamente en actividades ajenas a sus operaciones tradicionales de préstamo y depósito. La última de estas ampliaciones de sus actividades es la participación indirecta en operaciones de corretaje de valores. Aunque su participación directa en la intermediación financiera no ha seguido la tendencia ascendente de la posquerra, los bancos comerciales de los Estados Unidos han ido cobrando más y más importancia como instituciones financieras capaces de prestar múltiples servicios.

Entidades de depósito no bancarias

Como se desprende de los cuadros núms. 5 y 6, a partir de 1980 se han registrado grandes cambios en las entidades de depósito no bancarias de los Estados Unidos, incluidas las sociedades de ahorro y préstamo, los bancos mutualistas de ahorro y las cooperativas de crédito. Durante muchos años, la fuerte demanda de depósitos de ahorro y a plazo para el consumo permitió que estas entidades crecieran con rapidez. La expansión de las operaciones del sector de préstamos y ahorros hasta 1980 se destaca con especial claridad. Entre los primeros años de la posguerra y el decenio de 1970, los porcentaies correspondientes a ahorros y préstamos en relación con el producto nacional bruto se cuadruplicaron con creces. En 1982 su cuantía ascendió a más del doble de los depósitos de los banços mutualistas de ahorro y las participaciones en cooperativas de crédito juntos, y fue casi igual a la de los depósitos de ahorro y a plazo de los bancos comerciales. En comparación con estos últimos, el factor principal en este caso fue probablemente el efecto de la reglamentación del gobierno, por cuanto las sociedades de préstamos y ahorros no tuvieron que aplicar un tope máximo a los tipos de interés de los depósitos hasta 1965 y después gozaron durante muchos años de una diferencia de 1/4 por 100 con respecto a los bancos comerciales. Hoy esos límites máximos de los tipos de interés están desapareciendo progresivamente. En la competencia respecto de los depósitos distintos de los depósitos a la vista, todas las instituciones de ahorro

juntas sólo sumaron un tercio de los depósitos pendientes de los bancos comerciales a fines del año 1983. En esa fecha las cuentas de depósito del mercado monetario en instituciones de ahorro ascendieron a 144.000 millones de dólares; la cifra correspondiente a los bancos comerciales fue 230.000 millones de dólares.

En realidad, la historia de las instituciones de depósito no bancarias de los Estados Unidos en los últimos años puede reducirse al desarrollo de la reglamentación financiera, incluidas las restricciones impuestas al pasivo y al activo de estos intermediarios. Debido en particular a que estas entidades operan con sujeción a las limitaciones establecidas en las leyes y reglamentaciones que rigen la disposición de su cartera de activos (aunque algunas de estas limitaciones fueron atenuadas por la Ley Depository Institution Deregulation and Monetary Control, de 1980), su aportación total a la satisfacción de las necesidades financieras de los agentes no financieros participantes en la economía se ha ajustado a unas pautas perfectamente previsibles. Tanto las sociedades de préstamos y ahorros como los bancos mutualistas de ahorro han invertido la gran mayoría de sus activos en hipotecas, de manera que estos dos grupos, juntos, se han convertido en el principal proveedor de préstamos hipotecarios del país. En cambio, las cooperativas de crédito han invertido tradicionalmente la mavoría de sus activos en préstamos personales de pago fraccionado y en 1982 representaron poco más de la décima parte de los créditos personales pendientes.

Con todo, el predominio de las instituciones de ahorro en el mercado hipotecario se ha aminorado un tanto en los últimos años, especialmente al adquirir mayor relieve las entidades hipotecarias patrocinadas por el gobierno. A finales de 1982, sociedades de préstamos y ahorrros y bancos mutualistas de ahorro acumulaban, juntos, más de la tercera parte del total de hipotecas pendientes, siendo así que pocos años antes tenían casi la mitad (en ese año, los bancos comerciales tenían menos de la quinta parte del total de hipotecas pendientes). Aun así, la creciente utilización por estos intermediarios de instrumentos hipotecarios de tipo variable desde 1980 ha entrañado un cambio fundamental en la naturaleza del sector de los préstamos hipotecarios de los Estados Unidos. A fines de 1983, los nuevos préstamos concertados mediante hipotecas de tipo variable fueron superiores por vez primera a los concertados mediante hipotecas de tipos fijos.

Intermediarios privados no depositarios

Como se desprende del cuadro n.º 5, la mayor parte del aumento de la intermediación financiera que se ha producido últimamente en la economía de los Estados Unidos no corresponde a los bancos comerciales ni a las entidades de depósito no bancarias, sino a intermediarios que no operan con depósitos. En los mercados de los Estados Unidos hay muchos tipos de estos intermediarios, pero entre los más conocidos y relevantes están las compañías de

seguros de vida y de seguros de responsabilidad frente a terceros, las cajas de pensiones del sector privado y del sector público, las empresas independientes de financiación del consumo y las sociedades financieras dependientes de empresas no financieras, los fondos mutuos (incluidos no sólo los fondos de inversión, sino los del mercado monetario, que representan la casi totalidad del gran aumento del grupo «otros» indicado en el cuadro n.º 6 en los últimos años), las sociedades de inversión inmobiliaria y los corredores y agentes de valores.

Las compañías de seguros de vida, los fondos de pensiones privados y los de la administración estatal y local son los intermediarios más importantes de este grupo. Sin embargo, su actuación en los últimos años presenta marcados contrastes. Como los baios tipos de interés que implicitamente se pagan por el componente de ahorro de los seguros de vida ordinarios han favorecido la suscripción de pólizas de seguros colectivos y otros seguros temporales, el total de los activos y pasivos de las compañías de seguros de vida ha venido disminuyendo en términos relativos. Además, la reducción relativa de las operaciones de seguros de vida de estas empresas ha sido más pronunciada aún de lo que indica el cuadro n.º 6, pues en su crecimiento de los últimos años han tenido una influencia desproporcionada los fondos de pensiones que administran para otras empresas. A fines de 1982, las reservas para pensiones constituían más de las dos guintas partes del pasivo total de las empresas de seguros de vida de los Estados Unidos; la proporción correspondiente a los primeros años de la posguerra fue de una décima parte.

En cambio, las pensiones de ambos sectores, público y privado, han experimentado un crecimiento extraordinariamente rápido a lo largo de esos años (10). Los incentivos fiscales para particulares y empresas, la política de personal de las empresas, encaminada a reducir la rotación de los trabajadores, las características del proceso de negociación colectiva y otros objetivos financieros de las empresas se sumaron todos para favorecer la proliferación de pensiones de carácter privado, aunque desde mediados del decenio de 1960 su crecimiento ha sido más lento en términos relativos. Durante la mayor parte de este período, las empresas tuvieron amplia discrecionalidad (y muchas la aprovecharon) para asumir obligaciones relativas a pensiones sin dotarlas. La Ley Employee Retirement Income Security, de 1974, estableció normas mínimas en relación con los derechos de los trabajadores a percibir pensiones y la financiación por los empleadores de las obligaciones contraídas por ese concepto. Aún así, las empresas siguen disponiendo de una gran flexibilidad en la elección de los supuestos actuariales en que se basa el cálculo de las prestaciones futuras, la amortización mínima exigida de las prestaciones percibidas y no financiadas sigue siendo muy lenta y sigue sin exigirse la financiación de las prestaciones no percibidas. En consecuencia, muchas empresas continúan teniendo un volumen considerable de obligaciones no financiadas, de manera que los activos totales de las caias de pensiones privadas que se indican en el cuadro n.º 6 subestiman el pasivo (11). Esta subestimación fue particularmente acentuada durante el decenio de 1970 y en los años 1980-1981, período en el que la cartera de activos de muchos fondos de pensiones privados, unos dos tercios de la cual se invierten en acciones, sufrió una pérdida de su valor en mercado.

Las pensiones de la administración estatal y local, incluidos los fondos del personal docente y de otros empleados, experimentaron un crecimiento similar que no se ha desacelerado en el último período. Los trabajadores del sector público tienen los mismos incentivos fiscales que los del sector privado para utilizar el sistema de pensiones con el fin de obtener ingresos después de la jubilación. Aunque los empleadores del sector público no tienen los mismos incentivos fiscales que los empresarios, en muchos casos el proceso político ha propiciado la utilización de las pensiones en lugar de la retribución corriente, especialmente cuando no hay presiones para elevar los impuestos u otros ingresos de manera inmediata para financiar las obligaciones relativas a las pensiones. De ahí que los fondos de pensiones del sector público hayan estado y sigan estando subfinanciados, de manera que las cifras de activos del cuadro n.º 6 implican también una subestimación de sus pasivos (12). El crecimiento continuado de los activos de las pensiones del sector público durante el decenio de 1970 y lo que va del de 1980, en contraste con las pensiones de carácter privado, refleja sobre todo la menor proporción de activos

invertidos en acciones por los fondos del sector público (aproximadamente un tercio en su conjunto) más que unas prácticas de financiación diferentes.

La composición de los activos de estos intermediarios, es decir, las compañías de seguros y los fondos de pensiones, y por lo tanto su contribución a la financiación de la actividad económica, ha sufrido también cambios importantes. Las modificaciones de la reglamentación que se iniciaron en el decenio de 1960 permitieron a muchas compañías de seguros de vida aumentar la proporción correspondiente a las acciones en su cartera de valores, y desde mediados del decenio de 1960 los aseguradores del ramo de vida abandonaron en gran medida los préstamos hipotecarios directos. En el caso de los fondos de pensiones de la administración estatal y local, y especialmente los de carácter privado, la proporción de sus inversiones correspondiente a participaciones de capital ha aumentado de modo aún más patente. En consecuencia, estos intermediarios se han ido convirtiendo en una importante fuente de crédito v financiación de valores para las sociedades mercantiles. Como consecuencia de estos cambios en la cartera de valores, sumados al rápido crecimiento de las pensiones y al estancamiento (relativo) del sistema bancario comercial, las compañías de seguros y los fondos de pensiones, en su conjunto, han predominado cada vez más sobre los bancos como titulares de derechos frente al sector empresarial de los Estados Unidos. pese a que durante esos años los bancos dieron más importancia a los préstamos que a las

inversiones en valores públicos. En el decenio de 1970 los titulos de estos intermediarios frente al sector de las sociedades mercantiles de los Estados Unidos duplicaban con creces los de los bancos comerciales.

Importa también distinguir los títulos frente a las empresas en poder de los bancos, que en su gran mayoría son préstamos a corto o medio plazo, de los títulos correspondientes en manos de las compañías de seguros y cajas de pensiones, que consisten principalmente en deuda a largo plazo y acciones ordinarias. Estos intermediarios que no operan con depósitos han acumulado tradicionalmente unas tres cuartas partes del total de obligaciones en circulación de las sociedades, y en los últimos años han llegado a reunir también alrededor de una sexta parte del total de las acciones. Estos inversionistas han tenido mayor importancia aún como proveedores de crédito a largo plazo y capital para las sociedades mercantiles de los Estados Unidos. Además de corresponderles una gran parte o la totalidad de la financiación neta de las obligaciones a largo plazo de las sociedades durante la posguerra, desde 1960 les ha correspondido también más del total de la financiación de sus acciones, absorbiendo asimismo las acciones que suelen liquidar los particulares. En suma, la financiación de las sociedades mediante obligaciones y acciones ha llegado a estar dominada por estos intermediarios. Dado el alto índice de variación de su cartera, especialmente en comparación con los particulares, han dominado más aún el intercambio de acciones y obligaciones.

Intermediarios patrocinados por el gobierno

Por último, un cambio importante que se ha observado en los mercados financieros de los Estados Unidos en los últimos años es el gran aumento de las actividades del gobierno federal como intermediario, y también como garante, respecto del crédito privado. Entidades de crédito patrocinadas al margen del presupuesto, como el Federal Home Loan Bank System y el Federal Intermediate Credit Bank, estaban ya en funcionamiento antes de la segunda guerra mundial, pero sus operaciones de préstamo no eran de gran envergadura y sus carteras de valores estaban integradas fundamentalmente por crédito agrícola. La actividad de estos organismos se orientó más hacia la ayuda para la construcción de viviendas cuando inició sus operaciones de préstamos la Federal National Mortgage Association, en 1955, pero todavía en 1960 el total del crédito agricola era superior al total del crédito para viviendas de estas entidades. Hasta el decenio de 1960, cuando la interacción de los límites máximos de los tipos de interés establecidos en la Reglamentación Q con el alza de los tipos de interés nominales condujo a la introducción de la ayuda en gran escala para la construcción de viviendas, no empezó a aumentar rápidamente la intermediación financiera del gobierno.

Como se indica en el cuadro número 6, los activos de los organismos de crédito patrocinados por el gobierno federal y de los fondos hipotecarios aún más recientes (como la National Mortgage Association y la Federal Home Loan Corporation, entidades oficiales) han crecido con rapidez en relación con el producto nacional bruto y también en comparación con otros intermediarios. En 1982 los intermediarios patrocinados por el gobierno absorbían más de una quinta parte de todas las hipotecas sobre viviendas existentes y casi la mitad del total de la deuda agrícola pendiente. Además, el total del crédito para viviendas facilitado por estos intermediarios, que creció con especial celeridad desde el comienzo de la desintermediación periódica, a mediados de 1960, comprende no sólo adquisiciones directas de hipotecas, sino también anticipos hechos por el Federal Home Loan Bank a sociedades de ahorros y préstamos, de modo que su cuantía real es aún mayor. Partiendo de esta base más amplia, los intermediarios patrocinados por la administración federal representaron el 45, 48, 52 y 100 por 100 del total de las prórrogas netas de créditos hipotecarios para la construcción de viviendas unifamiliares en los años de mayor desintermediación, es decir, 1969, 1970, 1974 y 1982, respectivamente (13).

Los intermediarios patrocinados por la administración federal funcionan con arreglo a procedimientos muy parecidos a los que emplean los intermediarios privados, adquiriendo activos financieros mediante préstamo o compra y emitiendo a su vez obligaciones propias, pero hay entre ellos por lo menos dos diferencias importantes. Una es que los intermediarios oficiales no operan exclusivamente en función del lucro. Si bien tratan de obtener beneficios, lo hacen con las limitaciones que

les impone su instrumento constitutivo para prestar apoyo a los sectores de actividad económica a los que el Congreso atribuye prioridad por razones de interés público (14). La otra diferencia clave es que las obligaciones de los fondos hipotecarios y de algunas de las entidades oficiales de crédito están garantizadas directamente por el gobierno federal y, en consecuencia. los tipos de interés se ajustan a los de los valores del gobierno federal. Así pues, la intermediación pública ofrece también un cierto grado de subvención en forma de acceso a un crédito que es menos costoso por entrañar menos riesgo en virtud de su garantía.

La función del gobierno federal como garante de crédito, que no se limita a la intermediación financiera que patrocina, es un importante factor que ha tenido gran influencia en la utilización de los intermediarios financieros en la economía del país. El aseguramiento de los depósitos facilitado por la Federal Deposit Insurance Corporation y la Federal Savings and Loan Insurance Corporation, que sique siendo la forma predominante de garantía pública prestada mediante el pago de unos derechos, altera significativamente el carácter de las obligaciones que pueden ofrecer los intermediarios de depósito del sector privado. Otras entidades oficiales de crédito bien conocidas, que dispensan garantía mediante el pago de derechos, son Veterans Administration, Federal Housing Authority, Overseas Investors Corporation y, más recientemente, Pension Benefit Guarantee Corporation. Ultimamente el gobierno federal ha patrocinado también programas de garantía de préstamos en

gran escala para diversos prestatarios, desde estudiantes universitarios y pequeñas empresas a las Sociedades Lockheed y Chrysler y la ciudad de Nueva York. En 1982 los créditos y garantías crediticias del gobierno en circulación - incluidos préstamos directos, préstamos con garantía oficial y otros préstamos de agentes patrocinados por el gobierno- sumaban en total 765,000 millones de dólares; las obligaciones de la deuda federal directa en circulación fuera del ámbito federal (incluido el Sistema de la Reserva Federal) se elevaban a 795.000 millones de dólares.

En la mayor parte del período aquí estudiado, el aumento de la intermediación, del aseguramiento de depósitos y de otras garantías crediticias oficiales en la economía de los Estados Unidos fue en algunos aspectos la contrapartida de la reducción del papel del gobierno como prestatario directo. Dados el considerable descenso (en relación con la actividad no financiera) de la deuda pendiente del gobierno federal y el correspondiente aumento de la deuda pendiente de los prestatarios privados no financieros, expuestos en el cuadro n.º 3, los mercados financieros trataron de hacer más aceptables para los máximos poseedores de riqueza las obligaciones privadas, convirtiéndolas en obligaciones públicas mediante el aseguramiento y la garantía crediticia oficiales. Junto con el aumento de la intermediación financiera privada, el de las garantías crediticias oficiales definidas en sentido amplio (incluidas algunas que son meramente implícitas) hizo posible que el sistema financiero del país absorbiera con bastante éxito el gran

cambio de la composición de la deuda de la economía en lo que respecta a los sectores público y privado.

Desde 1980 hasta la fecha lo que ha habido de nuevo a este respecto es la clara inversión de la tendencia decreciente de la intervención del gobierno como prestatario directo, junto con la continuación de la tendencia ascendente de la intermediación del gobierno. A consecuencia de ello, la función global del gobierno federal en los mercados financieros del país ha experimentado una expansión sin precedentes.

NOTAS

- (*) Traducción de Equipo de Traductores, S. A.
- (1) No se dispone de datos trimestrales relativos al rendimiento real de los activos. *Nota de la R.:* los trimestres a que corresponden los datos se indican en números romanos, tras el año. Asi, 1969: IV, sería 1969, cuarto trimestre.
- (2) La fecha final, 1983: III, se refiere a los últimos datos disponibles en el momento en que se redactó el presente artículo.
- (3) Los tipos impositivos utilizados son los promedios de los tipos marginales del impuesto sobre la renta de las personas físicas aplicables en cada año a intereses y dividendos, respectivamente, calculados por ESTRELLA y FUHRER (1983), y el tipo marginal medio aplicable en cada año a los beneficios del capital, calculado por FELDSTEIN y otros autores (1982). No se dispone de estos tipos impositivos para 1982 y 1983.
- (4) Véase FRIEDMAN (1982, 1983) en lo que se refiere a los datos sobre la estabilidad de la proporción de la deuda de los Estados Unidos, y a la exposición de tres hipótesis distintas que pueden ofrecer una explicación de este fenómeno.
- (5) Véase TAGGART (1982), que hace un análisis provechoso de las comparaciones pertinentes.
- (6) Véase HENDERSHOTT y Hu (1979) para conocer las estimaciones del creciente incentivo fiscal que suponían en esos años los préstamos hípotecarios para financiar la propiedad de la vivienda, incluso para personas comprendidas en categorías tributarias marginales de hasta el 30 por 100.
- (7) Véase FRIEDMAN (1984), donde se examinan detenidamente estos puntos.
- (8) Los fondos generados y retenidos por las sociedades mercantiles representan asimismo una forma de inversión por los tenedores de acciones de esas sociedades. Dado el gran número de acciones propiedad de las economías familiares, la inclusión de los beneficios no distribuidos incrementaría enormemente la proporción de fondos «adelantados» por inversionistas no financieros, pero los intermediarios seguirían siendo la fuente inmediata de más de la mitad del total.

- (9) A partir de entonces, los bancos comerciales ya no realizan por cuenta propia operaciones de inversión o de corretaje respecto de valores de sociedades en oferta pública, aunque sí lo hacen cuando se trata de valores del sector público, y en los últimos años han participado cada vez más en la colocación de valores de sociedades. Además, los departamentos de administración de bienes de los bancos comerciales continúan siendo el factor principal en la gestión de los activos del sector privado.
- (10) Véase Bode y Shoven (1984) y Kotlikoff y Smith (1984), que ofrecen un amplio estudio de la función de los fondos de pensiones en la economía de los Estados Unidos.
- (11) En varios de los articulos incluidos en Bodie y Shoven (1984) se estudia la naturaleza de esta subfinanciación. Aunque hoy las empresas han de indicar (en una nota a pie de página del balance) la diferencia entre activos y pasivos de las pensiones con respecto a las prestaciones percibidas, no es fácil descubrir el pasivo de las *no* percibidas.
- (12) Véase también Kotlikoff y Smith (1984).
- (13) El mercado hipotecario recibe, como adición neta a los fondos disponibles, menos de la totalidad del crédito proporcionado por las entidades de crédito y los fondos hipotecarios patrocinados si éstos a su vez venden sus valores a inversionistas que, de otro modo, habrían hecho depósitos en entidades de ahorro; véase el análisis de esta cuestión en JAFFEE y ROSEN (1979).
- (14) Conviene, sin embargo, no hacer esta distinción con excesiva rigidez. Por ejemplo, las sociedades de préstamos y ahorros tienen un incentivo fiscal para dedicar por lo menos el 82 por 100 de su cartera de valores a hipotecas sobre viviendas (u otros activos cualificados). Asimismo, al existir topes máximos de los intereses aplicables a los depósitos, que limitan el pago de ganancias a los tenedores, nunca ha estado claro cuál es la influencia del ánimo de lucro en las decisiones de las sociedades de préstamos y ahorros o de los bancos mutualistas de ahorro acerca de la cartera de valores.

REFERENCIAS

- Bodie, Zvi, y Shoven, John B., Financial Aspects of the United States Pension System, Chicago, University of Chicago Press, 1984.
- ESTRELLA, Arturo, y FUHRER, Jeffrey, «Average Effective Marginal Tax Rates on Interest and Dividend Income in the United States, 1960-1979», Mimeo, National Bureau of Economic Research, 1983.
- FELDSTEIN, Martin; POTERBA, James, y DICKS-MIREAUX, Louis, «The Effective Tax Rate and the Pretax Rate of Return», Mimeo, National Bureau of Economic Research, 1982.
- FRIEDMAN, Benjamin M., «Debt and Economic Activity in the United States». Benjamin M. FRIEDMAN, ed., The Changing Roles of Debt and Equity in Financing U.S. Capital Formation, Chicago, University of Chicago Press, 1982.
- «The Roles of Money and Credit in Macroeconomic Analysis». James To-BIN, ed., Macroeconomics, Prices and Quantities: Essays in Memory of Arthur M. Okun, Washington, The Brookings Institution, 1983.
- «Implications of the Government Deficit for U.S. Capital Formation», Federal Reserve Bank of Boston, The Economics of Large Government Deficits, Boston, 1984.
- HENDERSHOTT, Patric H., y Hu, Sheng Chang, «Inflation and the Benefits from Owner-Occupied Housing», Mimeo, National Bureau of Economic Research, 1979.
- JAFFEE, Dwight M., y Rosen, Kenneth T., «Mortgage Credit Availability and Residential Construction», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 3, 1979, páginas 333-376.
- KOTLIKOFF, Laurence, y SMITH, Daniel, Pensions in the American Economy, Chicago, University of Chicago Press, 1984.
- TAGGART, Robert A., Jr., «Secular Trends in Corporate Finance», Mimeo, National Bureau of Economic Research, 1982.