LA INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA (*)

En este artículo, **Juan José Toribio** describe y analiza el intenso proceso de innovación que tuvo lugar en los mercados financieros españoles, especialmente a partir de la liberalización de 1977. El autor se refiere tanto a las innovaciones en productos y servicios financieros como a la creación de nuevas instituciones que contribuyeron a establecer en España un sistema financiero complejo y desarrollado. Tanto el Banco de España, como el Tesoro y las instituciones financieras privadas realizaron aportaciones sustanciales a esta modernización. Señala, no obstante, una serie de obstáculos a la innovación, resultantes de la política financiera aplicada a partir de 1983 y de la presión del déficit del sector público. Plantea, por último, la necesidad de reanudar el proceso de innovación, que sólo será posible en un contexto de libertad para los mercados financieros españoles.

LOS mercados financieros españoles han experimentado, en los últimos siete años, cambios sustanciales. Nuevos productos, nuevos servicios y nuevas instituciones han contribuido a generar un sistema mucho más complejo y moderno que el vigente en el país hasta mediados de la década de los setenta. Probablemente ningún otro sector de la actividad económica ha mostrado mayor capacidad de adaptación a las circunstancias cambiantes de la sociedad española.

Por primera vez en la historia financiera reciente, los cambios no han procedido de la voluntad expresa del legislador, ni han sido diseñados desde instancias oficiales, mediante un conjunto articulado de medidas administrativas. Han surgido, en la mayoría de los casos, de la espontaneidad del mercado, como respuesta a la liberalización — tímida, pero decisiva — llevada a cabo en los últimos años.

De hecho, los poderes públicos mostraron una actitud vacilante frente al proceso innovador de los mercados financieros españoles. Puede afirmarse que la propia Administración se vio sorprendida por la capacidad de respuesta del sector privado y — poco habituada a mantener una postura tolerante hacia los cambios no generados por ella misma — trató de regular *a posteriori* los nuevos productos y servicios que habían surgido al amparo de la economía de mercado en el sector financiero. Asistimos, así, a una dinámica de «libertad-innovación-control», típica de tantas experiencias económicas.

En España, como antes en otros países, el proceso de innovación financiera no ha obedecido a una causa única, sino a la confluencia de diversos factores que actuaron simultáneamente. Entre ellos, cabe destacar los siguientes:

1. La creciente tensión infla-

cionista, que inevitablemente afectó a los tipos de interés nominales. En un régimen de completa libertad, se habría producido una elevación proporcional en la tasa de interés de *todas* las transacciones financieras, sin afectar a los precios (tipos de interés) relativos de cada una de ellas. En la práctica, sin embargo, la existencia de controles administrativos sobre algunos tipos de interés introdujo serias distorsiones en los mercados, estimulando la aparición de nuevos productos financieros, no sujetos a regulación y, por tanto, más fácilmente adaptables a la evolución real de los mercados.

2. La incertidumbre respecto a la evolución futura de la tasa de inflación y, en consecuencia, respecto a los tipos de interés nominales (1) supuso un estímulo para nuevos productos financieros que incorporaban cláusulas de protección frente a variaciones en los rendimientos de inversiones alternativas.

3. Mayor educación financiera de ahorradores e inversores, que les permitió tomar conciencia de las oportunidades del mercado.

4. El déficit creciente del sector público planteó la necesidad de buscar nuevas fórmulas para su cobertura, nuevos instrumentos de control monetario y nuevos productos financieros del sector privado para afrontar la competencia de los pasivos generados por el Estado, Organismos Autónomos y Administraciones territoriales.

5. El denominado «proceso de desintermediación», por el que ahorradores e inversores establecieron contactos directos, al margen del sistema crediticio convencional, de acuerdo con

fórmulas ya ensayadas en los países de mayor desarrollo financiero.

6. La aparición de nuevas tecnologías en el terreno de la información y proceso de datos permitió una conexión inmediata entre los distintos mercados y redujo sustancialmente los costes administrativos de una apelación masiva al ahorro privado.

7. Por último, la liberalización gradual de la legislación financiera y una actitud más permisiva respecto a la creación de nuevas entidades (especialmente la instalación de bancos extranjeros) favoreció un ambiente competitivo, en el que la innovación llegó a suponer una condición necesaria para evitar la pérdida progresiva de cuotas de mercado.

La mayoría de estos fenómenos (con la única excepción del señalado en último lugar) se gestaron durante la década de los sesenta y aceleraron su evolución en los años siguientes. Sin embargo, la economía financiera española apenas experimentó, en esa época, más modificaciones que las expresamente previstas en la ordenación bancaria de 1962, que había establecido compartimentos estancos en el sistema y otorgado muy poca capacidad de maniobra para nuevas iniciativas. Al margen de los cambios previstos en 1962, cabe citar únicamente tres innovaciones financieras significativas: una instrumental (certificados de depósito) y dos institucionales (entidades de *leasing* y compañías de *factoring*).

Los *certificados de depósito* fueron inicialmente reservados a los bancos industriales, de acuerdo con la Orden ministerial de

24 de abril de 1969. Se trataba de ensayar, a escala limitada, el funcionamiento de un instrumento de pasivo que permitía movilizar depósitos bancarios y que había alcanzado gran aceptación en otros países. La experiencia tuvo solamente un éxito parcial, en cuanto que no llegó a desarrollarse un mercado secundario para los CD's ajeno a las propias entidades emisoras, pero el crecimiento de los volúmenes de emisiones acumuladas (de 4.900 millones en 1970 a más de 110.000 millones cuatro años después) fue considerable. A partir de 1974, bancos comerciales y Cajas de Ahorros fueron también autorizados para emitir certificados de depósito, que, mediante pactos de recompra, pasaron a convertirse en instrumento habitual de captación de pasivo a plazos cortos y tipos de interés de mercado.

En cuanto a las innovaciones de carácter institucional, cabe señalar que las entidades de *leasing* iniciaron su actividad en 1965. En los años siguientes aumentó sustancialmente el número de entidades, en especial durante el período de 1972 a 1974. Su inversión global se elevó a 1.125 millones de pesetas (0,70 por 100 de la inversión total de bienes de equipo) en 1969. Cuatro años después había superado ya los 7.000 millones de pesetas (2,7 por 100 de la inversión).

Durante el período de referencia, no existía un marco legal específico para operaciones de *leasing* en España. Las sociedades del sector operaban al amparo de las normas generales del Código Civil, Código de Comercio, Ley de Sociedades Anónimas y legislación fiscal ordinaria. El crecimiento de la actividad provocó, no obstante,

una regulación especial de las empresas de *leasing*, a través del Real Decreto-Ley 15/1977, de 25 de febrero.

Por su parte, el *factoring* apareció en España a mediados de la década de los sesenta, con unos comienzos prometedores, que no encontraron una continuidad en años posteriores, por lo que ha permanecido como una actividad marginal en el sistema financiero español.

El gran impulso a la innovación financiera española tuvo lugar a partir de 1977, cuando a las tendencias generales del mercado —antes señaladas— se unió una reforma de la legislación que introdujo dosis considerables de libertad operativa y que afectó a los instrumentos de control monetario, tipos de interés, reducción de coeficientes de inversión y composición de los mismos. Se sentaron, además, las bases para la instalación de bancos extranjeros en territorio español, se suprimió la Junta de Inversiones y se reformaron los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros (2).

La serie de iniciativas que, a partir de entonces, tuvo lugar puede clasificarse de acuerdo con el siguiente esquema:

1. *Innovaciones en productos*

1. Innovaciones relativas al control monetario.
2. Innovaciones del sector público.
 - 2.1. Nuevas modalidades de deuda a medio plazo.
 - 2.2. Pagarés del Tesoro.
3. Innovaciones del sistema crediticio.
 - 3.1. Préstamos a interés variable.

3.2. Captación de recursos.

3.3. Movilización de activos.

4. Otras innovaciones.

4.1. Pagarés de empresa.

4.2. Instrumentos del mercado hipotecario.

II. *Innovaciones institucionales*

1. SMMD.

2. Fondos de dinero.

3. Sociedades de crédito hipotecario.

En las páginas que siguen se analiza el significado y efectos de cada una de las líneas de innovación reseñadas. Deliberadamente se ha omitido cualquier referencia a los cambios registrados en el *mercado de capitales* (salvo los relativos a movilización de activos bancarios o pagarés de empresa), que probablemente merecen un estudio más amplio que el que en este trabajo se intenta.

I. INNOVACIONES EN PRODUCTOS

El esquema antes expuesto clasifica los nuevos productos financieros introducidos en el mercado español de acuerdo con la entidad (pública o privada) directamente responsable de los mismos. No pretende seguir un orden cronológico exacto o establecer una escala de prioridades respecto a su importancia.

1. **Innovaciones relativas al control monetario**

Las autoridades monetarias españolas se anticiparon a los cambios que el sistema financiero habría de experimentar a

partir de 1977. En efecto, ya en 1973 comenzaron a darse los primeros pasos para una instrumentación de la política monetaria basada en el logro de una determinada evolución de las disponibilidades líquidas, a través del control de los activos de caja de las instituciones de crédito.

Desde 1970 existía el coeficiente de caja, como instrumento de utilización discontinua, no sometido —por su propia naturaleza— a modificaciones frecuentes. En sus comienzos, el coeficiente variaba para las distintas instituciones financieras, tanto en cuantía como en forma de cómputo, pero el establecimiento del nuevo esquema de política monetaria resultaba incompatible con esa actitud discriminatoria, por lo que, a partir de 1977, se unificó el coeficiente para todas las entidades de crédito.

Además del coeficiente de caja, la política monetaria española contaba con sólo otro instrumento de control: las líneas de redescuento ordinario. Se trataba de un instrumento de dudosa eficacia, puesto que su automatismo dejaba la iniciativa en manos de los propios bancos, quienes —dentro del límite global otorgado a cada uno— podían utilizar a su voluntad esta fuente de recursos. El tipo de redescuento, coincidente con el básico del Banco de España, nunca alcanzó el carácter disuasorio que tiene en otros países.

En el esquema de política monetaria establecido en 1973-74 se añadieron, a los ya existentes, dos nuevos instrumentos de control: bonos del Tesoro y préstamos de regulación monetaria.

La primera emisión de bonos

del Tesoro se llevó a cabo en febrero de 1973, por un volumen limitado (6.000 millones de pesetas) en títulos al portador, a tres meses y 5 por 100 de interés, destinados exclusivamente a intermediarios financieros. A lo largo del año fue organizándose un mercado de BT y las emisiones periódicas fueron más tarde sustituidas por emisiones continuas, a través de subastas diarias y tipos de interés libres, con intervenciones habituales del banco emisor en el mercado secundario, tanto en operaciones de venta como de compra.

Por su parte, el sistema de *préstamos de regulación monetaria* se inició en julio de 1974, en sustitución de los antiguos créditos que el Banco de España otorgaba de forma esporádica a las entidades financieras de acuerdo con las necesidades particulares de éstas. Mediante el nuevo sistema, el banco emisor ponía diariamente a disposición de la Banca créditos a 7 días (en julio de 1973 se elevó el plazo hasta 28 días) a tipos fijados de antemano por la propia autoridad monetaria. Los préstamos se asignaban en función de los recursos propios de cada entidad.

La reforma de 1977 —que habría de señalar el punto de partida para una intensa innovación financiera en España— afectó también a los instrumentos de control: bonos del Tesoro y de la unificación del coeficiente de caja, se extendió el sistema de préstamos de regulación monetaria a las Cajas de Ahorros, estableciéndose —para todas las entidades— un procedimiento de asignación mediante subasta, más racional que el anterior, en cuanto que permitía la generación de tipos de interés a

plazo muy corto (el 90 por 100 de los préstamos se otorgan a plazos entre 1 y 3 días) y eliminaba parte de la subvención implícita a las entidades de crédito.

A partir de 1980 dejan de utilizarse prácticamente las líneas de redescuento ordinario. Por otra parte, la presión de los factores autónomos de creación monetaria —y en especial el déficit del sector público— pusieron de relieve la asimetría del sistema, más eficaz para inyectar liquidez que para drenarla. En efecto, la necesidad de desacelerar el incremento de la cantidad de dinero había reducido a cero los préstamos de regulación monetaria y elevado hasta el límite máximo (150.000 millones de pesetas) la emisión de bonos del Tesoro, por lo que las autoridades monetarias se vieron obligadas a crear un nuevo instrumento de control. Surgieron, así, los *certificados de depósito del Banco de España*, complementarios de los bonos del Tesoro, reservados —como estos últimos— a las entidades de crédito y materializados en simples anotaciones contables en el banco emisor. El volumen conjunto de bonos y certificados en circulación llegó a alcanzar 600.000 millones de pesetas en 1982.

En abril del mismo año, bonos y certificados fueron sustituidos por un nuevo pasivo financiero del Banco de España: los denominados *certificados de regulación monetaria*, que otorgaban mayor agilidad al sistema, en cuanto que su emisión dependía exclusivamente del Banco, sin autorización presupuestaria previa. Los CRM's se materializaban en anotaciones en cuenta y se emitían mediante subastas decenales, abiertas

a entidades de crédito, compañías de seguros, EOC, entidades de capitalización y ahorro, sociedades y fondos de inversión mobiliaria, SMMD, entidades de crédito hipotecario y sociedades de garantía recíproca. Las instituciones concurrentes al mercado primario formalizaban tres peticiones, señalando en cada una el nominal que pretendían adquirir y el precio. Una vez resuelta la subasta, el Banco de España anunciaba la cantidad emitida, el precio mínimo, el precio medio de las cantidades adjudicadas y —a efectos informativos— el tipo de interés equivalente. Podían celebrarse, también, subastas esporádicas, a corto plazo y abiertas únicamente a entidades de depósito y SMMD con la finalidad de ajustar diariamente el control de la liquidez. La ampliación del número de entidades admitidas al sistema dio lugar a un mercado secundario muy activo, tanto en operaciones al vencimiento como en ventas con compromiso de recompra, si bien estas últimas quedaban reservadas a las entidades de depósito, SMMD y entidades oficiales de crédito.

La generalización de los CRM's como instrumento de control monetario había trasladado al banco emisor la responsabilidad de compensar las presiones monetarias expansivas del déficit del sector público. Dicho déficit —por lo demás, aceleradamente creciente— se financiaba gratuitamente en el Banco de España, quien, a su vez, drenaba los recursos correspondientes, pagando por ellos un tipo de interés —el de subasta de CRM's— con cargo a su cuenta de resultados. En una hipotética consolidación de cuentas entre banco emisor y admi-

nistraciones públicas, el efecto final resultaría anulado, pero en la mecánica administrativa de elaboración de los presupuestos, el sistema sustraía a la responsabilidad del Parlamento la aprobación de una importante partida de gasto (la de los intereses implícitos en la operación) e introducía modificación automática en una partida de ingresos (transferencias al Estado de los beneficios del Banco de España). Llevando el sistema al límite, los Presupuestos Generales del Estado quedarían seriamente desfigurados.

La situación planteada puede ser ilustrada mediante cifras reales. El 31 de diciembre de 1982, el volumen de CRM's en circulación ascendía a 1,3 billones de pesetas, con tipos que oscilaron a lo largo del año entre el 15 y el 17 por 100, de acuerdo con los plazos de vencimiento. Un año más tarde, la circulación de CRM's se elevaba ya a 1,85 billones de pesetas y los tipos habían experimentado incrementos sustanciales, oscilando entre el 17 y el 23 por 100.

Obviamente, el sistema no podía prolongarse, por lo que, a partir de 1984, se ha establecido un nuevo procedimiento de control monetario que habrá de suponer la desaparición total de los CRM's y su sustitución por pagarés del Tesoro, a través de los cuales el banco emisor podrá llevar a cabo operaciones de *open market*, como método ordinario de control de la liquidez.

Las características específicas de los pagarés del Tesoro y su función como instrumento de cobertura del déficit público (al margen de su efecto monetario) justifican, no obstante, que se dedique un apartado distinto a este nuevo activo financiero.

2. Innovaciones financieras del sector público

Como en otras tantas líneas de innovación financiera, también puede situarse en 1977 el punto de partida hacia un cambio sustancial en la política de emisiones de deuda pública y la creación de nuevos activos financieros vinculados a la cobertura del déficit de la Administración. En concreto, parece oportuno referirse a las innovaciones introducidas en la deuda a medio plazo y, separadamente, a los nuevos instrumentos de deuda pública a corto.

2.1. Deuda a medio plazo

En julio de 1977 se suprimió la Junta de Inversiones y se inició un proceso de reducción de los coeficientes de inversión de entidades bancarias y Cajas de

Ahorros. Quedaban así limitadas las posibilidades de colocación automática y obligatoria de deuda pública a tipos de interés inferiores a los de mercado.

Con anterioridad (entre 1974 y 1976) el volumen de emisiones públicas había oscilado entre un mínimo de 15.000 millones de pesetas (1973) y un máximo de 33.300 millones (1971 y 1972). El principal agente emisor fue el INI, salvo en 1971, en que se llevó a cabo una emisión del Estado, por importe de 24.000 millones de pesetas, volumen que entonces se consideraba excepcionalmente importante (cuadro n.º 1).

Desde 1978 concurren en el mercado de deuda pública dos circunstancias que llegan a suponer un cambio sustancial. De una parte, el déficit presupuestario inicia una tendencia creciente y acelerada, elevándose

desde 56.600 millones de pesetas (1977) a 1,35 billones (1983) y planteando, en consecuencia, la necesidad de apelar fuertemente al ahorro privado para su cobertura. De otro lado, la liberalización del sistema financiero y las limitaciones impuestas a la colocación automática de deuda exigían que las emisiones se adaptaran gradualmente a las condiciones impuestas por el mercado, tanto en lo que respecta al rendimiento de los títulos como a su plazo de vencimiento. En adelante, se harían necesarias emisiones por mayor volumen y en condiciones más realistas.

El Estado pasó, así, a convertirse en protagonista del mercado de deuda, con emisiones que se elevaron desde 20.000 millones (1977) a 166.800 millones de pesetas en 1983, volúmenes a los que debe sumarse la apelación (también crecien-

CUADRO N.º 1

EMISIONES PUBLICAS DE RENTA FIJA (En miles de millones de pesetas)

AÑOS	Total de emisiones	Deuda del Estado	INI	Corporaciones locales	Entidades oficiales de crédito	Otras
1970	17,7	4,5	12,9	—	—	0,3
1971	33,3	24,0	8,4	—	—	0,9
1972	33,3	16,0	17,3	—	—	—
1973	15,2	—	12,7	—	—	2,5
1974	17,8	1,7	14,6	—	—	1,5
1975	20,4	—	16,8	—	—	3,6
1976	29,5	—	16,1	—	4,9	8,5
1977	61,4	20,0	22,0	5,8	10,1	3,5
1978	82,7	40,0	24,9	4,1	4,9	8,8
1979	154,4	94,8	26,5	11,4	17,7	4,0
1980	165,9	80,5	33,0	22,6	22,0	7,8
1981	204,5	100,5	35,0	43,4	13,0	12,6
1982	288,9	161,6	36,0	38,3	28,0	24,9
1983	268,3	166,8	36,0	11,7	40,0	13,7

Fuentes: Período 1970-1979: *Boletín Estadístico*, Banco de España; «El mercado de renta fija en España», en *Perspectivas Económicas*, noviembre-diciembre de 1980, Banco Urquijo. Período 1980-1983: Banco Urquijo, «Mercados Financieros».

CUADRO N.º 2

DEFICIT PUBLICO Y DEUDA PUBLICA A MEDIO PLAZO

(En miles de millones de pesetas)

AÑOS	Déficit público (1)	Emisiones de deuda pública a medio plazo (2)	(2) / (1) × 100
1976	22,1	—	—
1977	56,6	20,0	35,3
1978	196,7	40,0	20,3
1979	217,6	94,8	43,6
1980	323,7	70,8	24,7
1981	554,8	130,0	23,4
1982	1.155,3	161,6	14,0
1983	1.350,0	166,8	12,5
1984	1.500,0 (*)	411,0 (**)	27,4

(*) Estimación propia.

(**) Cifras previstas por la Administración.

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

CUADRO N.º 3

TIPOS DE INTERES Y PLAZO DE AMORTIZACION DE LA DEUDA DEL ESTADO

AÑOS	Tipo de interés (%)	Plazo de amortización (años)
1970-1971 (a)	6,0	10
1977 (a)	10,25	10
1979 (a)	12,36	3,6
1980	13,00 (b)	3,5 (c)
1981 (d)	12,5	3-4
1982 (a)	14,3	2,7
1983 (a)	15,5	3,7

(a) Tipos y plazos ponderados de todas las emisiones.

(b) Emisión de mayo de 1980.

(c) Emisión de diciembre de 1980.

(d) Emisión de diciembre de 1981.

Fuentes: Banco Urquijo: «Mercados Financieros» y «El Mercado de Renta Fija en España», en *Perspectivas Económicas*, noviembre-diciembre de 1980. Ministerio de Economía y Hacienda.

te) de las corporaciones locales y entes autonómicos. Con todo, la proporción del déficit cubierta mediante emisiones de deuda registró un progresivo descenso (cuadro n.º 2).

En el empeño —forzoso— por

adaptar las emisiones a las exigencias del mercado fue necesario elevar gradualmente los tipos de interés y reducir de forma sustancial los plazos medios de vencimiento, lo que supuso una fuerte competencia para el mercado de emisiones privadas,

como parte del efecto-expulsión generado por el sector público (cuadro n.º 3).

Con objeto de acceder a distintos segmentos del mercado, que ampliaran las posibilidades de colocación, se inició, a partir de 1983, una diversificación de las emisiones de deuda, que quedaron materializadas en tres tipos de títulos: deuda pública, bonos y obligaciones del Estado.

La primera fórmula —*deuda pública*— corresponde al instrumento tradicionalmente utilizado. Los títulos se emiten a tres o cinco años y el 15 por 100 de la inversión es deducible —con las limitaciones legales— en la cuota del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. El tipo de interés tiende a situarse en torno al 14 por 100 (con una rentabilidad, después de desgravación, próxima al 16,5) y la denominación mínima de los títulos se establece en 10.000 pesetas.

Los *bonos del Estado* incorporan un tipo de interés más alto (entre 15,5 y 16,5 por 100 para las últimas emisiones) y un plazo menor, con amortizaciones de una sola vez a 2 ó 4 años. Sin embargo, la inversión no es desgravable en el Impuesto sobre la Renta, por lo que las emisiones se orientan a satisfacer la demanda de suscriptores institucionales, menos guiados por consideraciones fiscales.

Por último, las *obligaciones del Estado* tienen como característica más singular el hecho de que su emisión —en una primera fase— se efectúa mediante el procedimiento de subasta, a la que tienen acceso todas las personas físicas o jurídicas cuyas peticiones rebasen el mí-

nimo que, en cada emisión, se establezca. Una vez adjudicada la subasta y determinado, en consecuencia, el tipo medio de la misma, se abre una segunda fase de suscripción, en la que los demandantes pueden adquirir títulos a dicho tipo de interés medio y por volúmenes mínimos de 10.000 pesetas. Las obligaciones del Estado no ofrecen posibilidad de desgravación, su plazo típico de amortización fluctúa entre cinco y ocho años y el tipo de interés de las emisiones hasta ahora realizadas se ha situado en torno al 16,5 por 100.

A pesar de la diversidad de condiciones, de la competitividad de sus rendimientos y de las intensas campañas publicitarias, el ahorrador español no parece haber incorporado los títulos de la deuda a sus alternativas de inversión en la misma medida que en otros países industrializados. En 1983, el programa presupuestario originalmente diseñado preveía la realización de emisiones de deuda a medio plazo por un volumen total de 240.000 millones de pesetas, pero la resistencia del mercado obligó a reducir esa cifra a 198.000 millones, de los que sólo se colocaron 167.000. El resto hubo de cubrirse me-

dante deuda exterior y —en menor medida— apelación al Banco de España.

Con todo, puede afirmarse que el mercado de títulos de la deuda pública reviste hoy, en España, unas características muy distintas de las vigentes hasta 1977. El desarrollo financiero de la sociedad española habrá de ofrecer oportunidades para la ampliación del sistema.

2.2. *Pagarés del Tesoro*

La función desintermediadora de la deuda pública alcanzó en España su grado máximo a partir de 1982, año en que el Estado inicia la colocación de pagarés del Tesoro, mediante subasta abierta al público.

Estas emisiones de deuda pública a corto plazo por parte del Estado español no constituyeron, por supuesto, una novedad en absoluto. Son muchos los países cuyos gobiernos emiten este tipo de deuda, como práctica habitual, y muchos —en consecuencia— los mercados en los que la contratación de dichas emisiones supone un porcentaje sustancial de las transacciones financieras. Basta considerar, al respecto, que, en 1981, los *Treasury Bills* del go-

bierno norteamericano habían alcanzado un saldo vivo superior a 275.000 millones de dólares (con un incremento del 300 por 100 en diez años), lo que suponía más del 46 por 100 del total de deuda pública en manos del público.

Tampoco faltaban en la historia financiera española precedentes sobre este tipo de emisión (3). Ya en 1836 se realizaron emisiones de «deuda flotante» mediante libranzas y letras. A partir de 1851 se generaliza el mercado de deuda del Estado, que duró prácticamente hasta 1936, con emisiones ocasionales mediante subasta. Con posterioridad a la guerra civil, el Estado llevó también a cabo algunas colocaciones de deuda a corto (pignorable en el Banco de España) que fueron definitivamente suspendidas a partir de 1962.

La Ley General Presupuestaria admitía la posibilidad de emitir deuda pública a corto plazo, siempre que se destinase a cubrir simples desfases de tesorería y que se amortizara dentro del mismo año natural, aunque el Estado no hizo uso inmediato de esa autorización. A partir de 1978, sin embargo, el déficit creciente de las administraciones públicas y las dificultades para su cobertura a través de deuda (interior o exterior) a medio plazo, obligaron a diseñar un instrumento de financiación que permitiera apelar al ahorro en el segmento de corta maduración, para el que existía un fuerte potencial de oferta de fondos.

Así, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1980 (como las de los años siguientes) autorizó emisiones de deu-

CUADRO N.º 4

MODALIDADES DE DEUDA PÚBLICA DEL ESTADO A MEDIO PLAZO

	Tipo de interés (%)	Plazo (años)	Desgravación fiscal
Deuda pública	14,0	3-5	Si
Bonos del Estado	15,5-16,0	2-4	No
Obligaciones del Estado	16,0	5-8	No

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

CUADRO N.º 5
PAGARES DEL TESORO
EMISIONES POR SUBASTA Y AMORTIZACIONES
(Millones de pesetas)

N.º DE SUBASTAS EFECTUA- DAS	IMPORTE DE LAS PETICIONES PRESENTA- DAS. TOTAL NOMINAL	IMPORTE DE LAS PETICIONES ADJUDICADAS					
		Total efectivo	Total nominal	Detalle por carácter		Detalle por procedimiento	
1	2	3	4=5+6=7+ +8=9 a 14	No com- titivas	Compe- titivas	Directas	Interme- diadas
				5	6	7	8
1982 :							
Enero	—	—	—	—	—	—	—
Febrero	—	—	—	—	—	—	—
Marzo	—	—	—	—	—	—	—
Abril	1	80.808	4.691	5.010	3.690	1.320	4.825
Mayo	2	17.505	6.212	6.641	5.010	1.631	5.669
Junio	4	9.277	7.206	7.937	6.043	1.894	6.202
Julio	4	8.038	7.010	7.922	5.880	2.042	6.114
Agosto	—	—	—	—	—	—	—
Septiembre	4	52.555	28.902	32.936	10.737	22.199	29.000
Octubre	6	27.959	19.851	22.864	11.229	11.635	14.349
Noviembre	4	20.457	15.662	17.919	14.890	3.029	12.004
Diciembre	4	36.132	26.289	30.167	28.431	1.736	23.638
1983 :							
Enero	2	63.977	51.671	57.981	20.478	37.503	55.318
Febrero	4	94.331	57.516	64.160	21.271	42.889	56.399
Marzo	6	124.870	104.178	118.436	33.354	85.082	110.359
Abril	4	42.979	31.790	36.141	13.835	22.306	31.393
Mayo	4	35.128	28.515	32.194	13.755	18.439	26.724
Junio	4	32.920	26.492	30.375	10.504	19.871	25.626
Julio	4	27.294	18.619	21.385	16.132	5.253	16.212
Agosto	4	43.359	37.669	43.313	31.967	11.346	37.844
Septiembre	6	91.241	77.732	90.035	22.265	67.770	82.492
Octubre	4	70.267	60.419	70.074	11.809	58.265	64.265
Noviembre	4	72.074	62.114	72.017	15.459	56.558	65.943

Fuente: Banco de España, Boletín estadístico.

da pública a corto plazo, no sólo para cubrir necesidades transitorias de tesorería, sino para la financiación de cualquier inversión presupuestaria y sin la obligación de reembolso en el mismo ejercicio.

Haciendo uso de esa autorización legal, en septiembre de 1981 se llevó a cabo la primera emisión de pagarés del Tesoro, por importe de 30.000 millones de pesetas y mediante suscrip-

ción reservada a entidades financieras. En abril de 1982 se inició la práctica de emisiones semanales, abiertas al público, lo que supuso la ruptura definitiva de la oposición, hasta entonces planteada por las entidades de crédito, y la consolidación de un mercado abierto de pagarés.

Desde entonces, las emisiones de pagarés del Tesoro se llevan a cabo mediante subas-

tas abiertas, en las que los títulos son adjudicados a cada peticionario al precio de sus respectivas solicitudes, siempre que éste sea igual o superior al marginal. En este sentido, las subastas españolas se diferencian de las denominadas «holandesas» (practicadas en otros países) en las que todos los pagarés son adjudicados al precio marginal, lo que supone un excedente (de naturaleza similar al formulado por Marshall en la

CUADRO N.º 5 (continuación)
PAGARES DEL TESORO
EMISIONES POR SUBASTA Y AMORTIZACIONES
(Millones de pesetas)

	IMPORTE DE LAS PETICIONES ADJUDICADAS						AMORTI- ZACIONES
	Detalle por suscriptores						
	Banca	Cajas	SMMMD	Agentes y corredores	Otras instituciones financieras	Otros	
9	10	11	12	13	14	15	
1982 :							
Enero	—	—	—	—	—	—	—
Febrero	—	—	—	—	—	—	—
Marzo	—	—	—	—	—	—	—
Abril	1.455	200	500	145	2.675	35	15.240
Mayo	2.953	392	350	217	2.423	306	3.620
Junio	80	189	123	861	6.510	174	—
Julio	200	250	66	1.634	5.364	408	—
Agosto	—	—	—	—	—	—	—
Septiembre	18.405	408	630	3.561	9.054	878	—
Octubre	2.313	1.622	138	6.831	9.891	2.069	10.280
Noviembre	223	1.267	2.390	3.447	7.557	3.035	12.511
Diciembre	729	1.864	662	3.559	17.741	5.612	4.745
1983 :							
Enero	31.973	1.367	2.215	806	16.626	4.994	2.141
Febrero	36.972	1.871	379	1.747	15.137	8.054	—
Marzo	70.530	2.389	5.544	2.266	27.965	9.742	7.380
Abril	19.389	1.226	179	1.415	9.103	4.829	2.637
Mayo	12.246	3.939	355	798	9.497	5.359	4.151
Junio	4.928	14.293	647	771	6.412	3.324	7.281
Julio	2.023	6.445	18	761	7.631	4.507	29.418
Agosto	1.725	9.517	340	1.020	21.789	8.922	28.581
Septiembre	38.179	31.674	521	1.840	8.676	9.145	46.870
Octubre	27.726	30.875	6	1.187	3.133	7.148	17.166
Noviembre	27.610	30.634	—	1.177	5.258	7.337	21.551

Fuente: Banco de España, Boletín estadístico.

teoría económica) para aquellos postores que hubieran estado dispuestos a suscribir deuda por encima de dicho precio. En el sistema español, el «excedente marshalliano» es absorbido por el Estado, a través de una política de precios discriminatoria.

Pueden concurrir a las subastas de pagarés:

- Las entidades delegadas del Tesoro: bancos, Cajas de Ahorros, sociedades mediadoras del

mercado de dinero, agentes de cambio y bolsa, corredores de comercio y sus respectivas Juntas Sindicales.

- Los intermediarios financieros que no ostenten la condición de entidades delegadas, por no encontrarse legitimados para ello, o por no haberlo solicitado expresamente.

- Los particulares, tanto personas físicas como entidades jurídicas.

Esta diferenciación entre los distintos tipos de postores admitidos a las subastas supone algo más que una simple enumeración ordenada. En efecto, las entidades delegadas del Tesoro pueden acudir a subasta en nombre propio o por cuenta ajena y formalizar la suscripción, tanto mediante anotaciones en cuenta en el Banco de España, como mediante títulos fungibles amparados por una referencia técnica (sistema ordinario de li-

quidación de operaciones bursátiles). También pueden solicitar, si así lo prefieren, títulos físicos transmisibles por endoso. Por su parte, los intermediarios financieros que no ostenten la condición de entidades delegadas tienen abierta la posibilidad de formalizar las suscripciones en cualquiera de las tres modalidades autorizadas, pero sólo pueden acudir a las subastas en nombre propio. Los particulares, por último, no tienen acceso a anotaciones en cuenta en el Banco de España y, al igual que las entidades no delegadas, sólo pueden actuar en su propio nombre.

De acuerdo con la práctica habitual en otros países, los pagarés del Tesoro se emiten con vencimientos a seis o doce meses y con una denominación mínima relativamente elevada que, en el caso español, se cifra en un millón de pesetas. Aunque inicialmente (O. M. de 13 de abril de 1982) se estableció una solicitud mínima de cinco millones de pesetas (es decir, cinco pagarés) para poder concurrir a la subasta, las primeras experiencias mostraron que dicho requisito suponía una barrera innecesaria en el acceso al mercado, por lo que una nueva disposición (O. M. de 1 de junio de 1982) redujo el límite a su actual nivel.

Al concurrir a la subasta, el suscriptor potencial puede señalar un precio, al que (si resulta superior al marginal) le serán adjudicados los pagarés, o dejar el precio en blanco, en cuyo caso la adjudicación tendrá lugar al precio medio de la subasta. Se denominan «peticiones competitivas» las formuladas mediante la primera modalidad (señalamiento explícito del precio)

y «no competitivas» las acogidas al precio medio.

Los pagarés del Tesoro gozan, respecto a otros activos financieros, de una serie de privilegios, entre los que cabe destacar la facilidad de transmisión (sin intervención de fedatario público) tanto en el mercado primario como en el secundario. Tampoco están sujetos a retención a cuenta en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ni en el Impuesto de Sociedades, aunque subsiste la obligación de tributar, como incremento patrimonial, por la diferencia entre el valor de amortización (o venta) y de suscripción (o de adquisición en el mer-

cado secundario). No gozan, sin embargo, de la exención reservada en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas a la suscripción de títulos de cotización calificada. En el ámbito de las regulaciones bancarias, su ventaja diferencial estriba en que los recursos captados por las entidades de crédito mediante ventas de pagarés con compromiso de recompra no constituyen pasivos computables para el cálculo de los coeficientes obligatorios.

Desde el comienzo de las emisiones abiertas al público hasta noviembre de 1983 (el mes de diciembre del mismo año puede considerarse como un punto de

CUADRO N.º 6
PAGARES DEL TESORO
SALDOS VIVOS NOMINALES A 30-XI-83

	<i>Millones de pesetas</i>
Plazos originales	
Seis meses	19.225
Un año	564.710
TOTAL	583.935
Plazos residuales	
Hasta 3 meses	106.599
De 3 a 6 meses	169.362
De 6 a 12 meses	307.974
TOTAL	583.935
Titulares	
Banca	85.244
Cajas de Ahorros	69.530
S.M.M.D.	9.763
Otras instituciones, agentes y particulares	419.398
TOTAL	583.935
Materialización	
Anotaciones en B.E.	186.993
Títulos fungibles	190.645
Títulos físicos	206.297
TOTAL	583.935

CUADRO N.º 7

**PAGARES DEL TESORO
TIPOS DE INTERES**

	EMISIONES A 6 MESES		EMISIONES A 1 AÑO		NEGOCIACION BURSATIL		
	Medio	Marginal	Medio	Marginal	A tres meses	A seis meses	A un año
1982 :							
Enero	—	—	—	—	—	—	—
Febrero	—	—	—	—	—	—	—
Marzo	—	—	—	—	—	—	—
Abril	13,43	13,75	—	—	—	—	—
Mayo	13,66	13,99	—	—	—	13,03	—
Junio	14,29	14,32	14,69	14,98	—	13,28	14,28
Julio	14,32	14,50	15,12	15,38	14,56	13,47	14,38
Agosto	—	—	—	—	13,79	13,59	14,43
Septiembre	14,92	14,96	15,78	15,83	13,40	13,85	14,88
Octubre	15,32	15,56	16,04	16,13	13,66	14,10	15,22
Noviembre	15,60	15,72	16,36	16,44	14,43	14,52	15,58
Diciembre	15,28	15,57	15,76	16,05	14,24	14,53	15,56
1983 :							
Enero	14,80	14,88	15,54	15,63	13,75	14,26	15,00
Febrero	14,32	14,44	15,10	15,29	13,06	13,82	14,89
Marzo	13,85	13,91	14,39	14,94	13,83	13,71	14,38
Abril	13,62	13,70	14,74	14,78	13,33	13,81	14,30
Mayo	13,77	13,98	14,76	14,91	14,32	13,79	14,48
Junio	14,24	14,40	15,36	15,60	13,78	14,49	15,07
Julio	14,51	14,52	15,74	15,77	14,13	14,48	15,36
Agosto	14,64	14,77	15,91	16,06	14,01	14,74	15,50
Septiembre	14,60	14,64	15,99	16,10	13,75	14,81	15,88
Octubre	14,52	14,55	16,10	16,12	14,28	15,10	16,12
Noviembre	14,53	14,55	16,10	16,10	14,44	14,78	16,14
Diciembre	—	—	—	—	—	—	—

ruptura) se celebraron un total de 76 subastas (cuadro n.º 5). En las primeras, el nominal adjudicado fue muy inferior al volumen de las peticiones presentadas, como expresión del desajuste entre los tipos de interés demandados por los postores y los que el Tesoro consideraba admisibles. Gradualmente, el oferente y los demandantes fueron acercando sus posiciones, a medida que el mercado resultaba más conocido para unos y para otros, por lo que durante 1983 se adjudicó un promedio del 93 por 100 del volumen solicitado. La mayoría de las ad-

judicaciones corresponden a peticiones competitivas y directas, formuladas por bancos o Cajas de Ahorros, quienes, en ocasiones, recibieron recomendaciones explícitas de la autoridad monetaria para concurrir a la subasta, práctica que no corresponde a la ortodoxia del mercado ni a los usos de otros sistemas financieros desarrollados y que —es de esperar— se extinga a medida que el mercado resulte consolidado.

A noviembre de 1983 (cuadro n.º 6) el saldo vivo nominal de pagarés del Tesoro se ele-

vaba a más de 580.000 millones de pesetas, resultantes, en su gran mayoría, de emisiones a doce meses, y materializados casi por terceras partes en cada una de las modalidades admitidas.

En cuanto al mercado secundario, las estadísticas disponibles se refieren exclusivamente a pagarés negociados en Bolsa, tanto por transmisiones al vencimiento (o a plazo indefinido) como a operaciones con pacto de recompra (*repos*). No es posible computar estadísticamente las transmisiones de títulos físicos por simple endoso, ya

que — como antes se ha advertido — no requieren intervención de fedatario público. A juzgar por las cifras de operaciones bursátiles (que el lector puede encontrar publicadas habitualmente en el *Boletín Estadístico* del Banco de España) no parece que el mercado haya alcanzado todavía valores sustanciales. En los once primeros meses de 1983, los nominales contratados apenas exceden un promedio mensual de 2.200 millones de pesetas para transmisiones a vencimiento y de 4.700 millones para operaciones con pacto de recompra, aunque — especialmente en *repos* — las cifras muestran una tendencia acelerada de crecimiento.

Al margen de su instrumentación como método de financiación del déficit del sector público, los pagarés del Tesoro han de cumplir una doble función en los mercados financieros: por una parte, servir de procedimiento habitual para que el Banco de España instrumente el control monetario a través de compra y venta (*open market*); por otra, actuar — en sus rendimientos — como indicador y testigo de tipos de interés a corto plazo y, en calidad de tal, como base para operaciones a más largo plazo y a interés flotante. Aunque el pleno cumplimiento de ambas funciones exige, todavía, una mayor consolidación del mercado, los datos ya disponibles (cuadro n.º 7) permiten una primera aproximación a la estructura temporal de los tipos de interés españoles para plazos hasta un año. Ello habrá de estimular, sin duda, estudios más profundos y de gran relevancia para el análisis de los mercados financieros españoles.

3. Innovaciones financieras del sector bancario

Entre el cúmulo de iniciativas que la banca privada española hubo de adoptar a partir de 1977, cabe subrayar tres grandes líneas innovadoras: créditos a interés variable, nuevos instrumentos para captación de recursos y movilización de activos.

3.1. *Créditos a interés variable*

Una de las limitaciones más importantes del sistema financiero español venía siendo la escasez de fondos prestables a medio y largo plazo. Para paliar esta carencia, las autoridades financieras actuaron coercitivamente en numerosas ocasiones, estableciendo coeficientes de inversión obligatoria a las instituciones de depósito o creando, en su caso, entidades oficiales de crédito. En la práctica, ello supuso una nacionalización casi completa del crédito a medio plazo y — en correspondencia — una total inhibición de las entidades privadas respecto al mercado.

La aceleración de las tensiones inflacionistas desde comienzos de la década de los setenta vino a agravar el problema. Típicamente, la inflación tiende a reducir los plazos de las transacciones financieras y España no constituyó excepción al respecto. En efecto, bajo condiciones inflacionarias, se incrementa la incertidumbre respecto a la evolución del nivel general de precios y, en consecuencia, respecto a los tipos de interés nominales. Los prestatarios incurrirán en pérdidas respecto al coste alternativo de su finan-

ciación, si los tipos de interés se reducen. Los prestamistas, por el contrario, registrarán disminuciones patrimoniales en la medida en que los tipos de interés se eleven. Unos y otros — disuadidos por la incertidumbre — tienden a mostrar una preferencia clara por operaciones de crédito a corto plazo.

En los mercados financieros internacionales se arbitró desde principios de los setenta (es decir, tan pronto como el problema llegó a hacerse evidente) una solución parcial, a través de créditos a medio plazo con tipo de interés variable. La inversión en los tipos de interés se establecía mediante un diferencial (*spread*) fijo sobre una tasa a corto plazo (*LIBOR* o *prime rate*).

La innovación — por lo demás, muy simple — llegó a los mercados españoles con un retraso de casi diez años. Dos razones básicas contribuyeron a la lentitud de reacción del sistema español: en primer lugar, las rigideces introducidas por el marco legal antes descrito; en segundo lugar, la ausencia de mercados monetarios amplios, donde pudieran generarse tipos a corto, auténticamente representativos de las condiciones financieras reales y capaces de actuar como base para la contratación de créditos a mayor plazo con interés variable.

Los primeros créditos sindicados en pesetas a medio plazo y a tipo de interés variable fueron contratados en el mercado español a mediados de 1980, año en cuyo transcurso sólo tuvieron lugar tres operaciones, por un importe total de 12.900 millones de pesetas. En sus comienzos, los préstamos a interés variable constituyeron

CUADRO N.º 8
EVOLUCION DE LOS CREDITOS SINDICADOS EN PESETAS
1980-1983
(En millones de pesetas)

AÑOS	Núm. de operaciones	Importe total	Importe medio por operación
1980	3	12.900	4.300
1981	19	95.200	5.011
1982	55	298.945	5.435
1983	43	254.145	5.910

Fuente: Información del mercado reunida y elaborada por el Servicio de Estudios/BHA.

CUADRO N.º 9
PRINCIPALES CARACTERISTICAS DE LOS CREDITOS
EN PESETAS A INTERES VARIABLE

1. Prestamistas ... Bancos y Cajas de Ahorros
Una sola entidad o un grupo (sindicado)
2. Prestatarios ... Persona física o jurídica residente en España
3. Moneda ... Pesetas ordinarias
Posibilidad de cláusula de conversión a divisas
4. Importe ... No existe límite. Se han otorgado a partir de 50 millones de pesetas. El mayor concedido hasta ahora: 40.000 millones de pesetas al INI
5. Plazo ... Mínimo: 1 año
Máximo: 7 u 8 años
6. Amortización... Existencia habitual de período de gracia
7. Tipo de interés ... Margen sobre un tipo básico de referencia (generalmente el MIBOR)
8. Legislación ... Ley española
9. Se estima que en 1981 el total de préstamos a interés variable, sindicados o no, ascendió a 300 mil millones de pesetas. Esto supondría en torno al 25 por 100 del crecimiento del crédito bancario al sector privado.

una modalidad casi exclusiva de la banca extranjera, más experimentada en este tipo de operaciones a nivel internacional y que arbitraba con ellos una forma de eludir las limitaciones operativas que la legislación espa-

ñola le imponía. Se trataba, por otra parte, de una actuación congruente con la estrategia mayorista que la mayoría de los bancos extranjeros habían establecido para sus sucursales en España.

No obstante, el sistema se generalizó con rapidez. Las grandes empresas españolas habían descubierto una fuerte importante de recursos financieros y los bancos nacionales no podían permanecer impasibles ante la fuerte competencia de las entidades extranjeras. Una vez más, la competencia se revelaba como fuente de innovaciones. En 1982 se llegaron a contratar más de 55 operaciones sindicadas, por un volumen total muy próximo a los 300.000 millones de pesetas (cuadro n.º 8) y un número superior de operaciones no sindicadas.

La sindicación de créditos se llevó a cabo de acuerdo con el procedimiento ya habitual en otros países: una entidad determinada actuaba como banco agente, encargado por el prestatario de poner en marcha la operación y coordinar sus aspectos administrativos; otros bancos actuaban como directores, responsabilizándose de la colocación del préstamo, asumiendo participaciones en el mismo y gestionando la colaboración con otras entidades financieras. Tanto el banco agente como los directores percibían, por la realización de sus funciones, una remuneración sujeta a los límites máximos de la reglamentación española.

En la gran mayoría de las operaciones, el «tipo de referencia» elegido para establecer el margen fue el del interbancario a 2, 3 ó 6 meses, que en paralelismo a la abreviatura asignada al interbancario de Londres pasó a ser conocido como MIBOR (*Madrid interbank offered rate*). Aunque las relaciones contractuales no han sido homogéneas para todos los casos (cuadro n.º 9), en un gran número de ellas el

CUADRO N.º 10

PRESTAMOS SINDICADOS EN PESETAS. 1982

<i>PRESTATARIO</i>	<i>Importe (millones de pesetas)</i>	<i>Banco agente</i>	<i>Condiciones</i>
Instituto Nacional de Industria	40.000	BHA	50 Mibor/50 Pref.
Instituto Crédito Oficial	30.000	BHA	60 Mibor/40 Pref.
Hidroeléctrica Española	21.000	Vizcaya	57 Mibor/43 Pref.
SEAT	18.000	Caja Madrid	Mibor
Iberduero	15.000	Vizcaya	67 Mibor/33 Pref.
RENFE	15.000	Urquijo	Mibor
Unión Eléctrica	10.000	Urquijo	50 Mibor/50 Pref.
Sevillana de Electricidad	10.000	BHA	Preferencial
FECSA	10.000	Central	50 Mibor/50 Pref.
Sevillana de Electricidad	8.000	Banesto	Mibor
Sevillana de Electricidad	8.000	Vizcaya	Mibor
FECSA	7.000	Santander	Mibor
Tarragona Química, S. A.	6.500	Cont. Illinois	58 Mibor/42 Fijo
Vallehermoso	6.000	Urquijo	67 Mibor/33 Pref.
Central Nuclear Vandellós II	6.000	Ind. Bilbao	Preferencial
SEAT	6.000	Caja Madrid	Mibor
IBERDUERO	5.200	Central	90 Mibor/10 Pref.
FECSA	5.200	Central	50 Mibor/50 Pref.
ENUSA	5.000	Caja Madrid	Fijo/Mibor
RENFE	5.000	Santander	Mibor
Electricidad de Portugal	5.000	Urquijo	Mibor
ENSIDESA	4.400	Exterior	50 Mibor/50 Pref.
FIRESTONE	4.000	Banesto	Mibor
Hidroeléctrica de Cataluña	4.000	Urquijo	Mibor
NUCLENOR	3.000	Bilbao	Mibor
ENUSA	3.000	Manyhany	Fijo/Mibor
Mercedes Benz	2.500	Popul. Industr.	Fijo/Mibor
Fuerzas Hidroeléctricas Segre	2.500	Caja Barna	60 Mibor/40 Pref.
ENECO	2.500	Más Sardá	Mibor
Iberia Líneas Aéreas	2.200	Santander	Mibor
SECOINSA	2.000	Exterior	Mibor o Pref.
Motor Ibérica	2.000	BHA	Fijo
Túneles de Cadi	2.000	Caja Barna	50 Mibor/50 Pref.
Finanzauto	2.000	Cont. Illinois	Mibor
Hornos Ibéricos, S. A.	1.750	Citibank	Mibor
CASA	1.500	First Chicago	Fijo
EXMINESA	1.500	Urquijo	Mibor
Petroliber	1.500	Bco. Finanzas	Mibor
ENCE	1.250	Caja Madrid	Fijo/Mibor
ENHER	1.250	Popular Industrial	Preferencial
Simago/Simane	1.200	March	Mibor
Equipos Nucleares	1.100	Caja M. Bilbao	50 Mibor/50 Fijo
Altos Hornos de Vizcaya	1.092	Firts Chicago	37 Mibor/63 Fijo
Transportes de Barcelona	1.000	Urquijo	50 Mibor/50 Pref.
Hilados y Tejidos Puignero, S. A.	1.000	Caja Barna.	Fijo
INPYME	1.000	Bilbao	50 Mibor/50 Pref.
Ayuntamiento La Coruña	972	Caja Galicia	Mibor
Altos Hornos de Vizcaya	971	Vizcaya	Mibor
Ibérica del Cobre	960	Hispano Industrial	Mibor
Balay	750	Cazar	Mibor
Productos Pirelli	500	Más Sardá	Fijo
Equipos Nucleares	500	Más Sardá	Mibor
Santa Bárbara	450	Herrero	Fijo/Pref.
Salto del Guadiana	400	Vizcaya	Mibor
TECNATON	300	Pastor	Mibor
SUMA TOTAL	298.945		

CUADRO N.º 11

PRESTAMOS SINDICADOS EN PESETAS 1983

PRESTATARIO	Importe (millones de pesetas)	Tipo de referencia	Margen (%)	Banco Agente
Ibérica del Cobre	2.800	16,5 %	—	Industrial Bilbao
Generalidad de Cataluña ...	4.300	40 % Mibor	1 (1.º a 3.º año)	Caja Barcelona (Coordinadora) Vizcaya
		60 % Pref. 1 año	1 1/8 (4.º a 7.º año)	
Pymes	1.000	Varios	3/4 (1.º a 7.º año)	Banesto
Hidrola	21.000	Mibor	1 (1.º a 4.º año)	
			1 1/4 (5.º a 8.º año)	
Dow Chemical Ibérica	2.000	2, años fijo 17,5 %		Vizcaya Exterior
		2 años Mibor	7/8	
		3 años Mibor	1	
Secoinsa	2.000	Mibor o Pref. 1 año	3/4	Más Sardá
H. F. Electricidad	1.000	50 % Mibor	3/4 (1.º a 3.º año)	
		50 % Pref. 1 año	7/8 (4.º a 8.º año)	
Eléctricas Reunidas de Za- ragoza	3.000	50 % Mibor	7/8 (1.º a 4.º año)	CAZAR Vizcaya
		50 % Pref. 1 año	1 (5.º a 8.º año)	
Terminor	6.000	Mibor	1 1/4	Banesto
Eneco	2.000	Mibor	7/8 (1.º a 4.º año)	
			1 (5.º a 8.º año)	
Sevillana de Electricidad ...	4.000	Mibor	1 (1.º a 4.º año)	Urquijo
			1 1/4 (5.º a 8.º año)	
Iberduero	2.500	Mibor	1 (1.º a 2.º año)	Chase Manhattan
			1 1/8 (3.º a 8.º año)	
INI	25.000	Preferencial 1 ó 3 años	3/4	Banesto
		Mibor	3/4	
Generalidad de Cataluña ...	5.600	40 % Mibor	1 (1.º a 3.º año)	Caja Barcelona (coordinadora) Caja Barcelona
			1 1/8 (4.º a 7.º año)	
Fecsa	8.000	Mibor	1 1/4	Hispano Americano Caja Madrid
Unión Eléctrica Fenosa ...	20.000	66,1 % Mibor	1 1/4	
		33,9 % Fijo 18 %		
Land Rover Santana	835	17,5 % Fijo	1 (1.º año)	Hispano Americano
		Mibor	1 1/2 (4.º a 7.º año)	
			1 1/4 (1.º a 3.º año)	
Ibelsa	1.760	960 mill. Mibor	1 1/2 (4.º a 7.º año)	Hispano Industrial
		800 mill. Mibor	3/4	
Forjas y Aceros de Reinosa.	1.300	50 % Mibor	3/4	Exterior
		50 % Pref. 1 año	3/4	
Hidruña	5.000	Mibor o Pref. 1 año	1 1/4	Hispano Americano Citibank
Pirelli	2.900	Mibor	1 1/4	
Hidrola	16.000	83,1 % Mibor		Hispano Americano
		16,9 % Pref. 1 ó 3 años	1 1/4	
		85 % Mibor	1 1/4	
Motor Ibérica	3.000	15 % Pref. 1 año o Mibor	1 1/4	Bank of Tokyo
		50 % Mibor	3/4	
Instituto de Crédito Oficial.	23.000	50 % Pref. 1 ó 3 años	3/4	Caja Postal
Fomento de Obras y Cons- trucciones	700	Pref. 1 año	1 1/4	Caja Barcelona
Iberia	5.000	Mibor o Pref. 1 año	3/4 (1.º a 3.º año)	
			7/8 (4.º 7.º año)	
Fábrica de San Carlos	500	Fijo 17 1/4	—	Caja Madrid Caja Cádiz
Aceriales	2.000	Fijo	(1.º y 2.º año)	
		50 % Mibor o Pref. 1 año	3/4 (3.º a 7.º año)	
Fuerzas Hidroeléctricas del Segre	3.500	Mibor	1 1/4	Unión Caja Barcelona

CUADRO N.º 11

PRESTAMOS SINDICADOS EN PESETAS 1983

PRESTATARIO	Importe (millones de pesetas)	Tipo de referencia	Margen (%)	Banco Agente
Iberia	6.000	Mibor o Pref. 1 año	3/4 (1.º a 3.º año) 7/8 (4.º a 7.º año)	Unión
Renfe	5.000	Mibor	3/8	Industrial Bilbao
Ayuntamiento de Barcelona.	600	Mibor	1 1/4	Hispano Americano
Seat	13.750	A) 17,75 B) Mibor C) Pref. 1 año	3/4 3/4	Hispano Americano
Cía Metropolitano de Madrid	7.000	Mibor	1	Caja Postal
Térmicas del Besós	3.200	Mibor	1 1/4	Bank of America
Gureola - Scott, S. A.	3.000	—	—	Bank of America
Generalidad de Cataluña	8.000	Fijo 17 %	—	Central
Renfe	15.000	Mibor Preferencial 1 año Preferencial 3 años	1/2 3/8 ,	Urquijo
Empetrol	5.000	Fijo (1.º a 3.º año) Mibor (4.º a 7.º año)		Caja Madrid Bank of America
Unión Eléctrica-Fenosa	5.000	Mibor	1 1/4	
Ensidesa	4.400	75 % Mibor 25 % Pref. 1 ó 3 años	3/4 3/4	Exterior
Astilleros Españoles	3.000	—	—	Caja de Cádiz
Aviaco	1.500	Mibor	1	Exterior
TOTAL	254.145			

Fuente: Datos facilitados por las instituciones prestamistas e informaciones de prensa reunidas por el Departamento de Créditos Sindicados del Banco Urquijo Unión.

prestatario podía optar —al término de cada período de referencia— por devolver el crédito o renovar la operación a los nuevos tipos resultantes de la variación experimentada por el *MIBOR*.

Tampoco fueron infrecuentes operaciones mixtas, en las que solo un tramo del crédito se contrataba a interés variable, o se establecían otros tipos de referencia (cuadros núms. 10 y 11). En todo caso, los créditos *MIBOR* constituyeron una ruptura importante con el convencionalismo de la banca española durante el período histórico en que se vio exenta de tensiones competitivas.

En cuanto a su reconocimiento oficial (4), la primera mención legal de los créditos a tipos de interés variable puede encontrarse en un escrito del Banco de España al Consejo Superior Bancario (con fecha 30 de octubre de 1979) a propósito de consulta formulada sobre la aceptación de una póliza de esta naturaleza. Un año más tarde se publicó la Orden ministerial de 17 de enero de 1981 que reguló, en su número 3, este tipo de operaciones y delegó en el Banco de España el establecimiento de los criterios básicos para la validez de los contratos, criterios que fueron desarrollados por la Circular 12/1981, de 24 de febrero.

3.2. Bonos bancarios: nuevas fórmulas

A partir de 1980 los bancos españoles comenzaron a realizar emisiones de títulos de renta fija distintas a las convencionales de bonos de caja.

Aparecen así en el mercado los «bonos de tesorería», con un plazo entre 3 y 5 años y, en su gran mayoría, convertibles en acciones de la entidad emisora. El mercado fue, no obstante, muy limitado, ya que los recursos así captados resultaban computables a efectos de los coeficientes de caja e inversión. La banca española no consideró este tipo de emisiones como instrumentos sustanciales de

captación de pasivo, sino como fórmulas de pre-suscripción de acciones, en un intento de dar salida a los excesos de autocartera (cuadro n.º 12).

Más interés tuvieron, por su capacidad innovadora —ya que no por su volumen—, otras fórmulas de bonos de caja emitidos por bancos industriales para explorar métodos de aproximación a la demanda del mercado. Entre ellas pueden destacarse los «bonos de interés flotante» y los denominados «bonos cupón-cero».

En mayo de 1982 se lanzó al mercado la primera emisión de *bonos a interés flotante* por importe de 3.000 millones de pesetas, con amortización a la par y a un plazo de cinco años. La novedad de la emisión consistía en que su tipo de interés no era —por primera vez— fijo, sino el resultante de sumar 0,5 puntos al tipo de interés equivalente al precio medio de la última subasta de pagarés del Tesoro (a un año), efectuada durante los seis meses anteriores a la fecha del pago de cada cupón.

Se optó por un *spread* sobre pagarés del Tesoro a un año (aunque el cupón era semestral), considerando que, en circunstancias normales, su tipo de interés sería superior al de los pagarés a menor plazo. Se consideró, por otra parte, que el mercado de PT's era ya el más eficiente en el panorama español (en el sentido de incorporar más información) y que merecía la pena revisar el tipo de interés en función de la *última* subasta del semestre (no de la media de todas las subastas del período) para mantener la emisión en la actualidad del mercado.

Aunque, evidentemente, la fórmula suponía, para el inversor, una cobertura frente a variaciones del tipo de interés, el fuerte incremento experimentado por la rentabilidad de los PT's en los meses siguientes impidió que los emisores adoptaran masivamente esta innovación. Cabe esperar, no obstante, que si el mercado de pagarés del Tesoro se estabiliza, la fórmula vuelva a imponerse en el sistema español.

Por su parte, los «bonos cupón-cero» (cuya primera emisión, por importe de 2.000 millones de pesetas, se lanzó al mercado el 27 de mayo del 82) trataban de adaptar al mercado español una práctica ya frecuente en otros países.

Como su nombre indica, los bonos no devengan intereses periódicos. En su primera emisión se ofreció un reembolso al 146 por 100 al tercer año, 166 por 100 al cuarto y 188 por 100

al quinto y definitivo. El inversor percibía, pues, los rendimientos en forma de plusvalía en años distintos, lo que le permitía elegir el momento más idóneo para liquidar su deuda tributaria, en función de las restantes características de su renta anual.

La fórmula ha sido reiterada con posterioridad, aun cuando el inversor español habrá de necesitar una mayor comprensión de sus ventajas para aceptar masivamente este tipo de emisión.

3.3. *Mobilización de activos: el mercado de letras*

El 15 de enero de 1980 se inauguró en la Bolsa de Madrid un mercado público y abierto de letras de cambio, emitidas por entidades de crédito. Un mes más tarde se creaba un mercado de las mismas características en la Bolsa de Barcelona, al que habrían de seguir,

CUADRO N.º 12

BONOS BANCARIOS DE TESORERIA

	<i>Emisiones netas</i>	<i>Emisiones brutas</i>	<i>Amortizaciones</i>
1980	15.700	15.700	—
1981	— 3.802	21.000	24.802
1982	27.588	41.800	14.212
1983:			
Enero	—	—	—
Febrero	— 973	—	973
Marzo	— 1.981	—	1.891
Abril	—	—	—
Mayo	10.883	13.400	2.517
Junio	— 1.738	—	1.738
Julio	206	938	732
Agosto	140	409	269
Septiembre	80	105	25
Octubre	4.153	4.559	406
Noviembre	— 2.412	4.760	7.172

en breve plazo, los de las Bolsas de Bilbao y Valencia. Los mercados de valores —deprimidos durante los siete años precedentes— iniciaban así la contratación de un nuevo activo financiero, que habría de alcanzar, en muy poco tiempo, gran popularidad como instrumento de ahorro no desintermediado.

El mercado de este instrumento financiero no constituía una novedad en el mundo y —en cierto sentido— tampoco en España. Activos financieros de características similares venían negociándose en otros muchos países, en especial en los Estados Unidos, donde existían, de antiguo, mercados muy activos para *bankers acceptances* y *company bills*.

Las primeras aceptaciones tuvieron su origen primario en operaciones de comercio exterior, en las que el banco del importador extendía, con cargo a su cliente, una *acceptance* pagadera al término de la operación, normalmente entre tres y seis meses. El documento, así generado, adquiría vida propia, independiente de la operación a la que sirvió de cobertura, y podía, en consecuencia, ser descontado o negociado en un mercado abierto, en el que no era infrecuente —para determinadas operaciones— la intervención de las autoridades federales a través del Export Import Bank.

También el mercado de *bills* privados (no fácilmente distinguible del de *commercial paper*, al que más adelante se hace referencia) funcionaba activamente para instrumentos financieros a plazo corto (unos seis meses), sin cupón de intereses (lo que les distinguía de las *notes*) y negociables al descuento.

Desde tiempo atrás, algunas

entidades de crédito españolas e, incluso, compañías no financieras, venían cediendo o redescotando letras de cambio por volúmenes sustanciales, aun cuando la falta de transparencia del mercado no siempre permitía al tomador valorar la operación en relación con sus posibles alternativas. Las complejidades jurídicas en caso de impago, así como la mecánica de su presentación al cobro, inhibían a un cierto número de ahorradores.

La creación de un mercado bursátil vino a dotar a la negociación de letras de transparencia, garantía, liquidez y simplicidad. Las letras admitidas a cotización oficial en Bolsa habían de ser emitidas por entidades financieras (bancos y Cajas de Ahorros) que previamente hubieran suscrito un contrato de adhesión con la Junta Sindical, por el que los emisores se

comprometían —entre otros extremos— a no negociar efectos en otros mercados.

Las letras bursátiles habrían de ser, además, intervenidas por agente de Cambio y Bolsa, añadiendo a la garantía de la entidad emisora el respaldo de la fe pública mercantil. Para su negociación se arbitraron dos corros semanales (martes y jueves, con dos subastas de diez minutos en cada sesión) donde las letras se contratarían a viva voz, mediante subasta y «al tirón» (descuento sobre el nominal), de forma que la rentabilidad efectiva viene dada por la relación entre el descuento y el precio pagado, en función del plazo de vencimiento (5).

Una vez adquiridas, las letras quedaban inmovilizadas bajo custodia de la Junta Sindical, quien las presentaría al cobro, por cuenta del tenedor último,

CUADRO N.º 13

COSTE DE EMISION Y TRANSMISION DE LETRAS DE CAMBIO

DOCUMENTOS Y TIMBRE

— de seis meses	0,28 %
+ de seis meses	0,56 %

INTERVENCION DE EFECTOS

Vencimientos:

30 días	0,05 %
30 > 45 días	0,1 %
45 > 60 días	0,15 %
60 > 180 días	0,2 %
> de seis meses	0,3 %

TRANSMISION E INTERMEDIACION 0,30 % anual
(0,15 % por cada parte contratante)

POR CUSTODIA DE LOS EFECTOS

Cada mes	0,003 %
	(0,036 % anual)

CUADRO N.º 14

LETRAS DE CAMBIO EN CIRCULACION
(Millones de pesetas)

	1. Total letras endosadas por Bancos y Cajas	2. Total letras endosadas a través de Bolsa	2/1 %	Total letras endosadas s/ Total Cartera de Efectos	Total letras endosadas s/ Depósitos y Bonos
Enero 1980	1.168	218	18,66	0,03	—
31-12-80	28.153	14.375	51,06	0,97	0,49
31-12-81	112.743	55.295	49,05	2,82	0,86
31-12-82	271.584	77.722	28,62	7,20	1,79
31- 7 -83	373.560	54.437	14,95	9,97	2,35

el día de su vencimiento. La entidad emisora asumía el compromiso de hacer provisión de fondos en el Banco de España a favor de la Junta Sindical el día anterior al vencimiento del efecto. La Junta Sindical, por su parte, abonaría el importe al titular de la letra quien, de esta forma, quedaba liberado de las gestiones necesarias para el cobro del efecto.

A partir de estas premisas, el mercado se desarrolló con rapidez, hasta alcanzar su volumen máximo en julio de 1982, mes en el que llegaron a contratarse 11.254 millones de pesetas nominales y 10.085 efectivas. Al éxito rápido del mercado contribuyó —además de las características antes expuestas— la publicidad de sus condiciones y precios, la igualdad de oportunidades, la seguridad jurídica y el cumplimiento riguroso de los plazos. Los bancos y Cajas de Ahorros españoles podían obtener, en el mercado de letras, recursos ajenos exentos de coeficientes, y los bancos extranjeros —inspiradores iniciales de la operación— una vía de penetración en el mercado muy apropiada para su estrategia y estructura organizativa.

CUADRO N.º 15

LETRAS EN CIRCULACION
(Millones de pesetas)

	Banca no industrial	Banca industrial	Banca extranjera	Cajas de Ahorros
Enero 1980	134	830	204	—
31-12-80	19.684	10.867	5.984	—
31-12-81	46.229	45.585	18.409	2.520
31-12-82	158.740	73.406	29.273	10.165
31- 7 -83	237.611	76.812	38.043	11.571

PORCENTAJE DE LETRAS ENDOSADAS EN BOLSA

	Banca no industrial	Banca industrial	Banca extranjera	Cajas de Ahorros
Enero 1980	—	8,19	73,53	—
31-12-80	25,18	39,07	85,38	—
31-12-81	16,03	66,66	92,50	18,61
31-12-82	3,87	60,12	88,83	14,08
31- 7 -83	0,64	32,77	68,49	14,67

Para los tomadores, el mercado ofrecía, además, ventajas fiscales frente a otras alternativas de inversión, al no existir retención a cuenta sobre los rendimientos.

La gran mayoría de letras negociadas hasta 1984 han tenido un valor nominal de 500.000 o un millón de pesetas, aunque inicialmente se negociaron efec-

tos de hasta 250.000 pesetas nominales y, en ocasiones, alcanzaron denominaciones superiores a cuatro millones de pesetas.

El mercado no está, sin embargo, exento de costes (ver cuadro n.º 13). Al timbre del documento (0,28 por 100 para efectos de plazo inferior a 6 me-

CUADRO N.º 16

**EVOLUCION DE LA CONTRATACION DE VALORES Y OTROS
ACTIVOS FINANCIEROS EN LAS BOLSAS ESPAÑOLAS**

Período 1980-1982 (Millones de pesetas) (*)

	1980		1981		1982	
	Importe	% s/total	Importe	% s/total	Importe	% s/total
Efectos Públicos	15.701,8	10,35	14.217,7	4,80	17.563,9	4,67
Obligaciones	38.038,7	25,07	42.717,3	14,44	64.640,0	17,19
Acciones	81.898,3	53,96	177.461,9	59,96	176.575,3	46,97
Letras de cambio	16.120,6	10,62	61.559,4	20,80	87.430,8	23,26
Pagarés del Tesoro	—	—	—	—	24.515,0	6,52
Pagarés de Empresa	—	—	—	—	5.244,5	1,39
TOTAL	151.759,4	100,00	295.956,3	100,00	375.969,5	100,00

(*) En pesetas efectivas, salvo en Letras y Pagarés.

Fuente: Bolsas Oficiales de Comercio y elaboración propia.

CUADRO N.º 17

**DESGLOSE POR BOLSAS DEL VOLUMEN CONTRATADO EN VALORES Y OTROS ACTIVOS
FINANCIEROS DURANTE EL PERIODO 1980-1982**

(Millones de pesetas)

	1980		1981		1982	
	Importe	% s/total	Importe	% s/total	Importe	% s/total
Bolsa de Madrid	105.092,6	100,00	200.279,6	100,00	258.309,9	100,00
E. Publ. Obl. y Acciones.....	94.337,9	89,77	160.370,0	80,07	179.670,6	69,55
Letras de Cambio	10.754,7	10,23	39.909,6	19,93	56.820,5	22,0
Pagarés del Tesoro	—	—	—	—	17.588,0	6,81
Pagarés de Empresa	—	—	—	—	4.230,8	1,64
Bolsa de Barcelona	29.223,7	100,00	55.864,4	100,00	66.026,4	100,00
E. Publ. Obl. y Acciones.....	24.899,0	85,20	41.257,0	73,85	39.419,0	59,70
Letras de Cambio	4.324,7	14,80	14.607,4	26,15	19.348,7	29,30
Pagarés del Tesoro	—	—	—	—	6.295,0	9,54
Pagarés de Empresa	—	—	—	—	963,7	1,46
Bolsa de Bilbao	13.585,1	100,00	26.007,7	100,00	32.696,4	100,00
E. Publ. Obl. y Acciones.....	12.768,6	93,99	21.748,7	83,62	24.710,6	75,58
Letras de Cambio	816,5	6,01	4.259,0	16,39	7.935,8	24,27
Pagarés del Tesoro	—	—	—	—	—	—
Pagarés de Empresa	—	—	—	—	50,0	0,15
Bolsa de Valencia	3.858,0	100,00	13.804,6	100,00	18.936,8	100,00
E. Publ. Obl. y Acciones.....	3.633,3	94,18	11.021,2	79,84	14.979,0	79,10
Letras de Cambio	224,7	5,82	2.783,4	20,16	3.325,8	17,56
Pagarés del Tesoro	—	—	—	—	632,0	3,34
Pagarés de Empresa	—	—	—	—	—	—

Fuente: Bolsas Oficiales de Comercio y elaboración propia.

ses y 0,56 por 100 para plazos superiores) debe añadirse el arancel de intervención, los de transmisiones e intermediarios y la comisión de custodia, así como los gastos bancarios.

Fiscalmente (además del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados en la emisión del efecto), los rendimientos obtenidos en el mercado de letras vienen sujetos, como incrementos patrimoniales, al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o Impuesto sobre Sociedades. No obstante, hasta el momento actual, se hallan exentos de retención a cuenta, incluso aunque se negocien fuera del mercado bursátil, de acuerdo con la contestación de la Dirección General de Tributos a una consulta vinculante planteada en su día por la Asociación Española de Banca Privada.

En julio de 1983 (cuadro número 14) las letras de cambio en circulación llegaron a suponer el 9,97 por 100 de la cartera de efectos de bancos y Cajas de Ahorros, así como el 2,35 por 100 de sus depósitos y bonos. Sin embargo, el porcentaje de letras endosadas a través de la Bolsa (frente al total de letras en circulación) alcanzó su punto máximo a finales de 1980 (51,06 por 100) e inició desde entonces un descenso gradual, como respuesta de las entidades no adheridas al sistema frente a la competencia de las incorporadas al mercado.

En términos absolutos, y de acuerdo con los datos del cuadro número 15, los principales emisores de letras (dentro y fuera de Bolsa) fueron los bancos comerciales, pero, proporcionalmente a sus recursos, los bancos industriales, y sobre todo los

CUADRO N.º 18

PLAZO MEDIO DE VENCIMIENTO DE LAS LETRAS DE CAMBIO NEGOCIADAS EN BOLSA

(% s/Importe total contratado)

	1980	1981	1982
Hasta 3 meses	1,3	1,8	2,1
De 3 a 6 meses	2,2	7,7	9,6
De 6 meses a 1 año	87,4	84,3	84,2
Más de 1 año	9,1	6,2	4,1

CUADRO N.º 19

LETRAS DE CAMBIO TIPOS DE INTERES (*)

(% anual medio ponderado)

	1980	1981	1982
A 3 meses	13,95	13,46	13,54
A 6 meses	14,58	13,31	13,49
A 1 año	15,44	14,80	14,09
A más de 2 años	16,29	16,20	14,51

(*) En el tramo de 3 meses se agrupan vencimientos de 75 a 105; de 150 a 210 días en 6 meses; de 335 a 395 días en 1 año y más de 690 días en más de 2 años.

Fuente: Banco de España.

bancos extranjeros, fueron mucho más activos, mostrando, a la vez, una mayor propensión a negociar sus efectos a través del mercado bursátil.

En cuanto a la actividad en los distintos mercados (cuadros números 16 y 17) fue, lógicamente, la Bolsa de Madrid la de mayor volumen abstracto, aun cuando, en porcentaje sobre el total de contratación, la Bolsa de Barcelona registró una actividad muy destacada que, al término de 1982, llegó a suponer casi un 30 por 100 del volumen de contratación de valores y otros activos.

Por su parte, los cuadros números 18 y 19 muestran la dis-

tribución por plazos y la evolución de tipos de interés en el mercado bursátil de letras hasta finales de 1982.

La Circular 2/1982 del Banco de España estableció un primer obstáculo al desarrollo del mercado de letras, al disponer que los efectos en que el primer obligado al pago fuera un establecimiento de crédito («letras de propia financiación») recibirían, en adelante, el tratamiento de una imposición a plazo fijo. Habrían de sujetarse, por tanto, a las limitaciones de tipos de interés propias de las operaciones de pasivo y pasarían a ser computables en el cálculo de los coeficientes de caja e inversión.

Pero las limitaciones más importantes al mercado fueron establecidas a partir de agosto de 1983. A ellas se dedican páginas posteriores de este trabajo.

4. Otras innovaciones

Al margen del sector público y del sistema bancario, pueden reseñarse otras dos innovaciones en productos financieros: los pagarés de empresa y los títulos hipotecarios.

4.1. Pagarés de empresa

El mercado bursátil de letras constituyó en España una innovación sustancial. Representaba, por supuesto, un encarecimiento de los recursos bancarios, en cuanto que los tenedores de letras obtenían una rentabilidad mayor que en el simple depósito a plazo, pero no implicaba ninguna «desintermediación» en sentido estricto. Los emisores de los efectos eran todavía los intermediarios tradicionales.

El paso siguiente había de materializarse en emisiones de efectos por parte de compañías industriales, colocadas directamente entre el público ahorrador. Se contaba para ello con la experiencia del mercado de *commercial paper* en los Estados Unidos, donde el volumen de efectos en circulación alcanzaba los 200.000 millones de dólares (un 15 por 100 de los depósitos a plazo de la banca americana) y cuyo incremento en algunos años concretos (1979 y 1981) había llegado a superar el crecimiento del crédito bancario a empresas privadas. Se trataba, por tanto, de un instrumento financiero de negociación muy ágil, a través del cual inversores y ahorradores obtenían, al me-

nos, una parte del margen generado por las operaciones bancarias tradicionales. Al amparo de las tensiones alcistas en los tipos de interés de mercado y de la incapacidad de los bancos (por ley o costumbre) para adaptar a esas tensiones la remuneración de sus pasivos, el papel comercial penetraba también rápidamente en los mercados europeos.

A lo largo de 1982, crecieron los rumores sobre la inminencia de emisiones de papel comercial en España, algunas compañías elaboraron estudios previos y la Bolsa de Madrid inició contactos con emisores potenciales e instituciones financieras para la organización del mercado. El 15 de octubre tuvo lugar la primera subasta de pagarés de empresa (versión española del papel comercial) en la Bolsa de Madrid, como parte de una emisión de 3.000 millones de pesetas realizada por ENHER en conexión con algunos bancos. En noviembre de 1982, RENFE lanzó una segunda emisión, por importe de 5.000 millones, y poco después General Motors procedió a emitir efectos en Bolsa por un volumen de 1.200 millones de pesetas. El mercado español de pagarés de empresa avanzaba rápidamente hacia su consolidación.

Los pagarés de empresa —en definición de R. Uría— son «promesas de pago, emitidas generalmente por grandes empresas, con vencimiento a corto plazo y colocados entre inversores importantes o institucionales por bancos o intermediarios financieros, mediante su venta al descuento». No devengan, por tanto, interés nominal. Su cobertura jurídica viene proporcionada por el artículo 531 del Código de Comercio, al amparo del

cual disfrutaban de acción ejecutiva y demás beneficios cambiarios si están emitidos a la orden y cumplen una serie de requisitos formales: denominación específica de pagaré, sede de expedición, importe, fecha y lugar de pago, origen y especie de valor y firma de la entidad que contrae la obligación.

En la práctica española, los pagarés son, pues, emitidos a la orden, descontados —con el endoso en blanco— en un banco y posteriormente recolocados por éste a través del mercado de valores por el procedimiento de subasta. El banco respalda, además, la operación, otorgando a la empresa emisora un crédito subsidiario para garantizar el reembolso de los pagarés en los casos de iliquidez del emisor y por el período de madurez de la emisión, o bajo la modalidad *revolving* para emisiones continuas y abiertas. Tanto la operación de descuento inicial como el crédito subsidiario son formalizados entre el emisor y los bancos agentes a través de los correspondientes contratos.

Los pagarés de empresa, españoles no corresponden exactamente al *commercial paper* de los Estados Unidos. En el mercado norteamericano los efectos suelen tener una denominación unitaria muy alta (típicamente, 1 \$ millón, aunque, en ocasiones excepcionales, se ha llegado a rebajar hasta \$ 20.000) y una madurez muy corta que, en la mayoría de los casos, no excede de 30 días. Ambos requisitos son esenciales para eludir las formalidades de registro en Bolsa y las correspondientes regulaciones de la Securities Exchange Commission y resultan favorecidos por la inexistencia de impuestos indirectos sobre la

emisión. No es, por tanto, necesario el descuento bancario, y el papel de los *dealers* (no necesariamente bancos) se limita a aconsejar al emisor sobre tipos de interés y demás circunstancias de mercado, así como a servir de punto central de referencia (normalmente telefónico) para recibir las peticiones de suscripción. Tampoco existe, apenas, mercado secundario ni operaciones con compromiso de recompra, que apenas tienen sentido en activos financieros a plazo tan corto.

En el caso español, las regulaciones fiscales y administrativas han introducido matices importantes. Toda emisión ha de ser aprobada por la Dirección General de Política Financiera, mediante el correspondiente folleto y señalamiento de fecha, lo que resta agilidad a la emisión. Por otra parte, los costes fiscales y de intervención suponen un gravamen *flat* que imposibilita emisiones a plazos excesivamente cortos, por lo que los pagarés de empresa españoles son emitidos a seis meses o a un año, período en el que pueden llevarse a cabo ventas, *repos* y demás transacciones del mercado secundario, en las que el suscriptor tiende a asegurar una rentabilidad para sus puntas transitorias de tesorería.

El descuento bancario de los pagarés y su carácter de efectos a la orden no les eximen totalmente de impuestos indirectos en su emisión. Los pagarés vienen sujetos al timbre, de acuerdo con el artículo 33 del Texto Refundido del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. Sus rendimientos no se hallan, sin embargo, sujetos a gravamen a cuenta por el Impuesto sobre la Renta de las

Personas Físicas ni por el Impuesto sobre Sociedades (de acuerdo, respectivamente, con los artículos 147.6 y 258 g de los correspondientes reglamentos). Incluso para la colocación fuera del mercado bursátil están también exentos de retención, por asimilación a las circunstancias del mercado de letras y la imposibilidad práctica de conocer el verdadero rendimiento para el legítimo tenedor del título (6). La negociación en Bolsa exige, sin embargo, intervención del agente fedatario y devenga, por tanto, la comisión oportuna.

Prácticamente todas las colocaciones de pagarés de empresa se han realizado a través de la Bolsa. La organización de dicho mercado se basa — como en el de letras — en un contrato de adhesión, por el que las

entidades que deseen actuar como agentes intermediarios de las emisiones se comprometen a no negociar por otros canales los pagarés de empresa descontados. Entre otros compromisos, las entidades financieras asumen, además, la obligación de hacer intervenir los títulos, enviarlos a la Junta Sindical para su subasta y retirarlos de la misma el día anterior a su vencimiento, pagando su nominal mediante talón contra el Banco de España, donde habrán materializado la necesaria provisión de fondos.

La Junta Sindical se compromete, por su parte, a transferir a las entidades financieras el importe líquido de los pagarés subastados, remitirles las liquidaciones, custodiar los pagarés y, en la fecha del vencimiento,

CUADRO N.º 20

MERCADO DE PAGARES DE EMPRESA
(Bolsas de Madrid y Barcelona)

	Valor nominal	Valor efectivo	Plazo medio	Tipo descuento	Tipo interés
1982 :					
Octubre	290,2	250,0	364,1	13,89	16,12
Noviembre	2.379,0	2.104,6	301,7	13,95	15,97
Diciembre	1.385,5	1.198,7	355,6	13,83	16,02
1983 :					
Enero	1.734,0	1.500,6	357,8	13,73	15,88
Febrero	1.895,9	1.645,7	360,4	13,39	15,45
Marzo	1.656,3	1.462,2	328,4	13,02	14,85
Abril	1.953,2	1.717,7	334,6	13,15	15,04
Mayo	1.928,9	1.680,8	342,3	13,71	15,80
Junio	4.123,8	3.652,7	302,3	13,79	15,77
Julio (*)	1.166,2	1.015,7	353,0	13,34	15,36
Agosto	1.365,0	1.174,5	359,0	13,76	15,93
Septiembre	1.700,3	1.471,1	351,9	13,98	16,20
Octubre	2.740,6	2.357,7	355,6	14,34	16,70
Noviembre	2.026,8	1.745,7	356,5	14,20	16,52
Diciembre	4.896,8	4.228,6	354,3	14,10	16,30

(*) Los datos de julio de 1983 son de una semana.

Fuente: Banco Urquijo-Unión: *Mercados financieros* (varios números).

pagar el nominal a los legítimos tenedores, una vez que las entidades mediadoras hayan hecho la provisión de fondos en el Banco de España.

La contratación en Bolsa se realiza de viva voz, de acuerdo con las normas publicadas por las respectivas Juntas Sindicales. En los momentos actuales, la Bolsa de Madrid realiza subastas en el corro central dos días por semana (miércoles y viernes) para emisiones de mercado primario y diariamente para operaciones con pacto de recompra.

El cuadro número 20 muestra la actividad creciente del mercado de pagarés de empresa en las Bolsas de Madrid y Barcelona, así como plazos medios de maduración y tipos de interés.

4.2. *Instrumentos financieros del mercado hipotecario*

La Ley 2/1981, de 25 de marzo, y el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, crearon las bases para un mercado hipotecario en España, de acuerdo con las tendencias de los sistemas financieros desarrollados. Lejos de limitarse a la financiación de la construcción de viviendas, como la mayoría de los esquemas del pasado, el nuevo ordenamiento jurídico amplió el ámbito del crédito a «la rehabilitación y adquisición de viviendas ya construidas, obras de urbanización y equipamiento social, construcción de edificios agrarios, turísticos y comerciales y cualquier otra obra o actividad».

Además de crear nuevas instituciones (sociedades de crédito hipotecario, a las que se refieren apartados posteriores de este trabajo), la nueva legislación

amplió notablemente el abanico de oportunidades para la captación de recursos, a través de instrumentos financieros de nueva creación.

En efecto, la legislación aplicable al nuevo mercado contempló la posibilidad de emitir bonos y cédulas hipotecarias. Los primeros (bonos hipotecarios) pueden ser emitidos por todas las instituciones, y su característica esencial reside en que se trata de títulos afectos a un crédito o paquete de créditos concretos. Las cédulas, por su parte, sólo pueden ser emitidas por Cajas de Ahorros, Entidades Oficiales de Crédito y sociedades de crédito hipotecario, sin que estén vinculadas a créditos determinados, sino a la totalidad de la cartera de préstamos hipotecarios de las entidades emisoras, lo que, en la práctica, otorga a éstas la facilidad de no tener que disponer de paquetes de créditos homogéneos para realizar la emisión.

Ambos instrumentos de movilización —bonos y cédulas hipotecarias— pueden ser emitidos como títulos nominativos, a la orden, o —lo que constituye una importante novedad— como títulos al portador.

Al igual que en las operaciones activas de crédito, la captación de recursos financieros (a través de cualquiera de los canales citados) puede llevarse a cabo mediante tipos de interés fijos o variables, aunque en este último caso se exige que tanto los intereses de los instrumentos pasivos como los de los préstamos que les sirven de cobertura se definan mediante margen fijo sobre un tipo de referencia, y que las tasas de interés promedio de los pasivos no exceda del de los préstamos con-

certados, señalándose, en todo caso, un límite superior en función del rendimiento esperado de la cartera de créditos.

La nueva legislación configuró, asimismo, un nuevo instrumento financiero (participaciones hipotecarias) al que quizá no se le ha otorgado, hasta el momento, toda la importancia que, en la práctica, merecería. De acuerdo con el artículo 61 y siguientes del Real Decreto de 17 de marzo de 1982, las entidades que operen en el mercado pueden hacer participar a terceros de los préstamos hipotecarios de su cartera, mediante la emisión de títulos nominativos —denominados participaciones hipotecarias—, cada uno de los cuales representará participación en un crédito determinado. El emisor conserva la titularidad del crédito participado, es el único sujeto legitimado para ejecutar el crédito y viene obligado a abonar a los participantes el porcentaje que les corresponda en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses, de acuerdo con las condiciones de emisión.

Desde el punto de vista del emisor, la principal ventaja de las participaciones hipotecarias reside en que no se consideran como pasivos adicionales, sino como simple venta de activos. En consecuencia, los créditos hipotecarios transmitidos mediante participaciones no resultan computados para el cálculo de los riesgos máximos autorizados a la entidad, en función de los recursos propios de que disponga. Las entidades del mercado hipotecario pueden, así, llevar a cabo, ilimitadamente, una función de intermediación que genere beneficios sin incrementar el balance patrimonial.

Para el adquirente de las participaciones hipotecarias, éstas presentan la ventaja de generar un flujo de tesorería que incluye no solamente el devengo de intereses sino una recuperación gradual y escalonada de los capitales invertidos, sin necesidad de esperar —como en el caso de bonos y cédulas— al término de la emisión o a la aleatoriedad de sorteos de amortizaciones anuales. Esta facilidad para la programación de flujos financieros convierte a las participaciones hipotecarias en instrumentos de inversión especialmente atractivos para compañías de seguros e inversores institucionales.

En cuanto al tratamiento fiscal que la nueva legislación otorgó a los instrumentos financieros de movilización, cabe subrayar que la suscripción y posterior adquisición de cédulas y bonos hipotecarios se consideran inversiones a los efectos de las deducciones previstas en el artículo 29 de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y en el artículo 26 de la Ley del Impuesto sobre la Renta de Sociedades, incluso en aquellos títulos que no hayan agotado el período necesario para adquirir por primera vez la cotización calificada. Por otra parte, los actos de emisión, transmisión, reembolso y cancelación de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias están exentas del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Quizá sean aún más importantes los privilegios otorgados en el orden financiero. En efecto, cédulas, bonos y participaciones habrán de ser admitidas en las mismas condiciones que los valores cotizados en Bolsa

para la composición de las inversiones de los fondos de reserva especiales, con adscripción de destino, de las empresas mercantiles. En particular, serán admitidos en la constitución de reservas técnicas de las compañías de seguros y entidades de capitalización y ahorro, en las inversiones de las entidades de inversión colectiva (fondos y SIM) y en las de entidades de la Seguridad Social, lo que les convierte en instrumentos financieros especialmente aptos para inversores institucionales, quienes, por otra parte, tienden a admitir plazos de amortización más amplios que el promedio de las personas físicas.

Por otra parte, los fondos captados mediante instrumentos del mercado hipotecario no eran inicialmente computables como recursos ajenos, a los efectos de coeficientes de inversión obligatoria de bancos y Cajas de Ahorros, lo que automáticamente suponía una rebaja en sus tipos de emisión (o, alternativamente un incremento del beneficio en operaciones activas) que puede estimarse entre 1,85 y 2,25 puntos, de acuerdo con el tipo de institución.

Por último, parece obligado hacer una referencia explícita a las oportunidades que la nueva legislación española ofrece en cuanto a la liquidez de los títulos hipotecarios a través de la ordenación de su mercado secundario.

En primer lugar, debe subrayarse que los títulos gozan de unos mecanismos de transmisión extraordinariamente sencillos, no sólo por su posible carácter de valores a la orden o al portador, sino porque —de acuerdo con el artículo 80 del Real Decreto de 25 de marzo de

1981— no se necesita intervención de fedatario público ni notificación al deudor. Incluso en el caso de emisiones nominativas, la transmisión puede efectuarse mediante declaración escrita en el mismo título. Si en algún punto de la cadena de endoso o simples transmisiones fuera requerida la intervención de agentes de cambio y Bolsa, notarios o registradores, los correspondientes aranceles serían reducidos en un 25 por 100, en virtud de la disposición transitoria 1.ª del Decreto citado.

Los títulos hipotecarios serán, además, admitidos provisionalmente de oficio a cotización en Bolsa por parte de las respectivas juntas sindicales, debiendo las entidades emisoras completar la documentación y requisitos necesarios para la admisión definitiva en el plazo de un año a partir de su admisión provisional a la cotización oficial.

La actuación en el mercado secundario —que constituye la clave para dotar de liquidez a los títulos— puede ser llevada a cabo directamente por las entidades emisoras, quienes están legitimadas para comprar, vender y pignorar sus propios títulos hipotecarios, aunque el volumen de la autocartera no puede exceder en ningún momento del 10 por 100 del valor de las emisiones y los títulos no podrán permanecer en la misma durante un tiempo superior a tres meses, salvo autorización explícita del Ministerio de Economía y Comercio.

Pero, sin duda, la institución más importante para la regulación del mercado secundario y consiguiente otorgamiento de liquidez a las emisiones, son los fondos de regulación, creados

CUADRO N.º 21
EMISION DE TITULOS HIPOTECARIOS (Ley 2/81)
SALDOS VARIOS
 (Millones de pesetas)

	Total	Banca	Cajas de Ahorros	Crédito Oficial	Sociedades de crédito hipotecario
1982	84.162	3.183	73.979	2.000	5.000
1983:					
Enero	94.683	3.077	84.606	2.000	5.000
Febrero	120.874	8.537	105.172	2.000	5.165
Marzo	139.240	8.431	120.431	2.000	8.377
Abril	149.769	7.991	128.938	2.000	10.839
Mayo	165.027	7.842	143.913	2.000	11.272
Junio	186.598	10.546	161.818	2.621	11.613
Julio	194.203	10.192	168.509	3.134	12.308
Agosto	196.535	7.606	172.535	3.332	13.062
Septiembre	196.987	5.213	174.785	3.571	13.417
Octubre	199.319	3.802	177.920	3.740	13.857
Noviembre	202.138	3.862	179.446	3.914	14.916
Diciembre	214.726	3.973	188.399	4.767	17.587

al efecto por la nueva regulación hipotecaria española.

Los citados fondos de regulación pueden ser constituidos por las propias entidades emisoras, siempre que el número de partícipes no sea inferior a diez ni el patrimonio aportado inferior a 100 millones de pesetas. La participación de las entidades se materializa mediante suscripción de certificaciones en un porcentaje de las emisiones realizadas. Se constituyó, además, un fondo de carácter público especialmente destinado a fomentar la financiación de la construcción y adquisición de vivienda.

Los fondos tienen como finalidad asegurar un grado «suficiente» de liquidez de los títulos hipotecarios, mediante compra y venta de los mismos en el mercado, así como estabilizar sus cotizaciones a través de una adecuada distribución de recursos. La práctica totalidad de los

aspectos operativos (incluido el régimen fiscal) de los fondos de regulación se asimila a la de los fondos de inversión mobiliaria que operan en España desde 1964. Como éstos, la dirección está encomendada a una sociedad gestora (promovida, en el caso del fondo público, por el Banco Hipotecario de España) y la custodia del patrimonio a una entidad depositaria. Los fondos pueden diversificar sus activos invirtiendo, no solamente en títulos hipotecarios, sino en cualquier otro instrumento financiero autorizado para los fondos de inversión mobiliaria tradicionales.

II. INNOVACIONES INSTITUCIONALES

A la vez que, desde 1977, surgían nuevos productos financieros, se hacía evidente la necesidad de crear nuevas entida-

des que permitieran superar la pobreza institucional del sistema financiero español. A ello respondieron —entre otras medidas— la creación de las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, fondos de dinero y sociedades de crédito hipotecario.

1. Sociedades mediadoras en el mercado del dinero

La aparición de las SMMD constituye un escalón más en el proceso evolutivo del mercado monetario español, y responde a la necesidad de aportar soluciones a la estrechez del mercado monetario. En efecto, la escasez de agentes operantes en el mercado de dinero (básicamente limitado al Banco de España, bancos y Cajas de Ahorros), así como el reducido número de activos en él negociados, configuraban un sistema rígido, caracterizado por la extrema inestabilidad de los tipos de interés a corto plazo.

La ampliación de los mercados monetarios, imprescindible para modificar la situación descrita, exigía la aparición de mercados secundarios fluidos para algunos activos, tanto públicos como privados, que podrían constituir la segunda línea de liquidez de bancos y cajas. Para contribuir al desarrollo de dichos mercados, el Banco de España decidió promover las SMMD, aprobando el 9 de enero de 1981 sus condiciones operativas y de creación, si bien, con anterioridad a dicha fecha, dos órdenes ministeriales habían hecho ya referencia a estas entidades (O. M. del Ministerio de Hacienda de 12-12-1980 y O. M. del Mi-

CUADRO N.º 22

SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO: BALANCE AGREGADO
(Millones de pesetas)

	Número de entidades	Total	ACTIVO					Otros
			Activos líquidos	Cartera de títulos				
				Total	Certificados de regulación monetaria	Pagarés del Tesoro	Certificados de depósito entidades bancarias	
1	2=3+4=9 a 11=12 a 15	3	4=5 a 8	5	6	7	8	
1982:								
Febrero	—	—	—	—	—	—	—	
Marzo	4	27.205	11	15.728	14.070	—	1.658	
Abril	4	24.838	16	13.716	11.199	500	2.017	
Mayo	6	21.692	167	18.800	15.687	755	2.358	
Junio	6	27.032	125	14.336	11.252	722	2.362	
Julio	6	27.900	58	9.725	6.355	806	2.564	
Agosto	6	27.916	92	12.677	9.249	904	2.524	
Septiembre	6	37.599	53	18.657	12.980	3.263	2.414	
Octubre	7	34.191	58	19.423	13.437	3.072	2.714	
Noviembre	7	32.120	84	17.327	10.709	3.482	2.936	
Diciembre	7	55.384	143	27.068	15.985	6.146	2.957	
1983:								
Enero	7	53.925	233	38.003	27.833	7.549	2.621	
Febrero	7	57.273	138	40.221	26.710	10.756	2.755	
Marzo	7	67.566	— 429	36.328	19.997	13.522	2.678	
Abril	7	48.909	96	37.099	25.910	8.721	2.459	
Mayo	7	44.879	169	33.156	22.067	8.638	1.917	
Junio	7	73.551	424	64.763	54.412	8.065	2.233	
Julio	7	44.880	109	34.547	26.238	6.472	1.832	
Agosto	7	55.285	100	33.381	23.930	8.348	1.104	
Septiembre	7	67.589	164	32.047	21.984	8.927	1.136	
Octubre	7	41.564	1.219	23.425	11.438	10.757	1.001	
Noviembre	7	49.319	160	27.519	16.664	9.763	769	

nisterio de Economía de 30-12-1980).

Las SMMD son instituciones cuyo objeto social exclusivo es la intermediación financiera, por cuenta propia, en los mercados monetarios. Dos notas básicas diferencian este tipo de entidades de los *brokers* ya existentes en el momento de su creación. En primer lugar, la actividad por cuenta propia, que implica asunción de un riesgo, a diferencia de los agentes mediadores del mercado interban-

cario que actuaban por cuenta de terceros, siendo por tanto meros comisionistas. En segundo lugar, la especialización en la negociación de activos a corto plazo.

Jurídicamente, las SMMD han de revestir la forma de sociedad anónima, con un capital mínimo de 100 millones de pesetas. Su constitución requiere la aprobación previa por parte del Banco de España, que deberá dar el visto bueno a la solvencia de sus Consejos de Administración

y cargos directivos. Este control inicial de la autoridad monetaria se extiende también a la regulación del activo de las SMMD, que deberá ajustarse a las siguientes normas: 1) obligación de mantener un porcentaje mínimo del 20 por 100 de sus activos en certificados de regulación monetaria o cualquier otra modalidad de deuda pública a corto plazo; 2) no podrán mantener en su cartera certificados de depósito de cada uno de los grupos participantes en su capital social en un porcentaje que

CUADRO N.º 22 (continuación)

SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO: BALANCE AGREGADO
(Millones de pesetas)

	ACTIVO			PASIVO			
	Finan- ciación otorgada	Inmovi- lizado	Otros deudores y acree- dores	Cuentas de capital y reservas	Finan- ciación recibida	Cuentas de periodi- ficación (neto)	Diversos (neto)
	9	10	11	12	13	14	15
1982 :							
Febrero	—	—	—	—	—	—	—
Marzo	11.495	21	— 50	477	27.168	— 438	—
Abril	11.100	19	— 15	505	24.590	— 259	—
Mayo	2.501	38	186	740	20.680	272	—
Junio	12.509	42	20	718	25.868	445	—
Julio.....	17.792	74	251	742	26.428	720	10
Agosto	15.008	72	67	776	26.436	703	—
Septiembre	18.773	71	45	888	35.868	649	194
Octubre.....	15.312	75	—677	982	32.515	508	186
Noviembre.....	15.019	78	—388	971	30.438	668	43
Diciembre	28.207	69	—103	979	52.972	1.432	—
1983 :							
Enero	15.907	71	—289	1.013	50.984	1.894	34
Febrero	17.037	71	—194	1.082	54.140	2.054	—2
Marzo	31.635	73	— 30	1.241	64.439	1.670	216
Abril.....	11.928	76	—289	1.323	45.945	1.516	125
Mayo	12.387	79	—912	1.442	41.962	1.395	80
Junio	8.916	88	—640	2.000	68.935	2.373	243
Julio.....	10.930	108	—814	1.991	41.748	1.013	131
Agosto	22.203	107	—506	2.001	52.487	643	154
Septiembre	36.227	106	—955	2.080	63.459	1.595	454
Octubre.....	17.095	112	—287	2.117	38.359	868	221
Noviembre.....	21.912	124	—396	2.193	46.185	734	207

supere el 10 por 100 de sus tenencias totales de certificados de depósito; 3) el neto patrimonial menos el inmovilizado no deberá ser en ningún momento inferior al 2 por 100 de su activo si éste no supera los 2.000 millones; para la parte que supere esta cantidad el porcentaje será del 1 por 100.

Las circulares del Banco de España 18/1981, de junio, así como la 4/1982, de 10 de marzo, que modifica la anterior, establecen la información conta-

ble que, con carácter periódico, las sociedades pondrán a disposición del Banco de España: detalle de inversiones y financiación con periodicidad decenal; balance de situación mensual; cuenta de pérdidas y ganancias al finalizar cada trimestre. Por otra parte, el Banco de España podrá realizar cuantas inspecciones considere convenientes.

El marco operativo de las SMMD está básicamente limitado en razón a los instrumen-

tos en que pueden operar: 1) certificados de regulación monetaria del Banco de España (inicialmente bonos del Tesoro y certificados de depósito del Banco de España, cuyas emisiones se suspendieron en abril de 1982); 2) pagarés del Tesoro; 3) certificados de depósito de entidades bancarias; 4) letras y pagarés de empresa negociables en Bolsa; 5) bonos de caja de los bancos industriales. Por otra parte, estas sociedades pueden actuar también como cedentes y tomadores en el mercado in-

terbancario de depósitos, aunque sólo con bancos, cajas y cooperativas de crédito, así como realizar cualquier otra operación siempre que sea autorizada por el Banco de España.

Además de la tenencia de los títulos citados anteriormente y de la constitución de depósitos, las SMMD operan también mediante operaciones dobles, consistentes, por un lado, en la adquisición de títulos con compromiso de reventa en una fecha futura (financiación otorgada), y por otro, en la cesión de títulos con compromiso de re-

compra en una fecha futura (financiación recibida). El acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España de 9 de enero de 1981 establecía ya la posibilidad de realizar este tipo de operaciones entre el Banco de España y las SMMD, con el fin de atender a los problemas coyunturales de tesorería de estas últimas, si bien, para acceder a esta vía de liquidez, las SMMD deberán haber concertado previamente con alguna entidad de crédito una línea de financiación de sus actividades.

El 7 de julio de 1981 el Ban-

co de España autorizó las cuatro primeras SMMD, que iniciaron sus actividades a partir de octubre de dicho año. En marzo de 1982 ya operaban en el mercado las siete sociedades mediadoras hoy existentes, cuya actividad se ha centrado básicamente (como se desprende de las cifras del balance agregado) en certificados de regulación monetaria (hoy desaparecidos), seguidos a gran distancia por pagarés del Tesoro, que probablemente habrán de constituir en el futuro su activo fundamental. Escasa ha sido la atención prestada a los certificados

CUADRO N.º 23

SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO: FINANCIACION OTORGADA Y RECIBIDA
(Millones de pesetas)

	FINANCIACION OTORGADA					
	Total	Bancos	Cajas	SMMD	Otras entidades financieras	Resto
	1 = 2 a 6	2	3	4	5	6
1982 :						
Febrero	—	—	—	—	—	—
Marzo	11.495	5.495	3.000	3.000	—	—
Abril	11.100	8.050	2.050	1.000	—	—
Mayo	2.561	1.501	700	300	—	—
Junio	12.509	7.909	3.700	900	—	—
Julio	17.792	16.792	900	100	—	—
Agosto	15.008	12.164	2.400	400	44	—
Septiembre	18.773	17.033	1.540	200	—	—
Octubre	15.312	11.431	2.320	1.561	—	—
Noviembre	15.019	10.150	3.655	1.214	—	—
Diciembre	28.207	20.950	4.852	1.595	800	—
1983 :						
Enero	15.907	11.882	3.225	800	—	—
Febrero	17.037	13.262	3.075	100	300	300
Marzo	31.635	19.301	5.747	4.787	1.500	300
Abril	11.928	9.782	500	1.346	—	300
Mayo	12.387	7.134	3.885	959	122	287
Junio	8.916	5.243	2.595	709	122	247
Julio	10.930	7.670	2.026	887	100	247
Agosto	22.203	14.084	5.096	1.334	1.492	197
Septiembre	36.227	28.758	3.291	1.769	2.279	130
Octubre	17.095	9.168	4.950	2.257	122	598
Noviembre	21.912	14.796	2.432	1.586	3.098	—

de depósito de las entidades bancarias, y prácticamente nula la relativa a los mercados de letras y bonos de caja. De acuerdo con las cifras del último balance agregado publicado en el *Boletín Estadístico* del Banco de España (cuadro n.º 22), en noviembre de 1983 el 60,6 por 100 de la cartera de títulos de las SMMD estaba constituido por CRM's, el 35,5 por 100 por pagarés del Tesoro y el 2,8 por 100 por CD's de entidades bancarias. La financiación otorgada (activos adquiridos con compromiso de reventa posterior, no incluidos por tanto en la car-

tera de títulos, y depósitos realizados a plazo en entidades bancarias) representaban el 44,4 por 100 del activo total, correspondiendo prácticamente el resto a la cartera de títulos (cuadro número 23).

2. Fondos de dinero

La innovación financiera más popular en los Estados Unidos y otros países desarrollados, durante la pasada década, han sido los fondos de dinero. Se trata —como indica su denominación— de fondos mutuos, cuyo

patrimonio se materializa en instrumentos financieros a corto plazo, propios de los mercados monetarios.

El primer fondo de dinero se constituyó en USA en 1974. A finales de 1983 su número se aproximaba a 200 y sus activos ascendían a cerca de 300.000 millones de dólares.

Las participaciones en los fondos de dinero son, en realidad, simples anotaciones contables con un valor facial muy reducido (típicamente, un dólar). Los fondos calculan diariamente su rendimiento, que a fin de mes

CUADRO N.º 23 (continuación)

SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO: FINANCIACION OTORGADA Y RECIBIDA (Millones de pesetas)

	FINANCIACION RECIBIDA						
	Total	Banco de España	Bancos	Cajas	SMMD	Otras entidades financieras	Resto
	7 = 8 a 13	8	9	10	11	12	13
1982:							
Febrero	—	—	—	—	—	—	—
Marzo	27.166	2.385	12.500	7.310	3.000	213	1.758
Abril	24.590	—	13.930	7.357	1.000	210	2.093
Mayo	20.680	1.642	5.869	9.622	300	403	2.844
Junio	25.668	1.087	13.794	4.802	900	2.256	3.029
Julio	26.425	3.865	8.298	7.408	100	3.439	3.318
Agosto	26.436	—	6.848	9.442	400	4.613	3.133
Septiembre	35.868	6.202	14.252	8.299	200	3.150	3.765
Octubre	32.515	7.714	10.232	5.076	1.561	2.920	5.012
Noviembre	30.438	7.121	7.268	3.901	1.214	3.110	7.826
Diciembre	52.972	17.177	12.313	11.363	1.595	1.936	8.588
1983:							
Enero	50.984	10.079	16.456	11.681	500	1.767	10.001
Febrero	54.140	3.326	10.314	26.740	100	1.427	12.233
Marzo	64.439	10.360	22.763	14.679	4.787	1.645	10.204
Abril	45.945	5.709	12.586	9.072	1.346	5.844	11.389
Mayo	41.962	5.833	11.286	5.692	959	4.481	13.761
Junio	68.935	2.396	26.709	24.316	709	2.683	12.122
Julio	41.746	6.948	13.321	8.205	887	3.193	9.192
Agosto	52.487	8	19.861	15.317	1.334	5.249	10.718
Septiembre	63.459	26.673	7.023	8.538	1.769	5.188	14.268
Octubre	38.359	223	7.996	10.226	2.257	4.681	12.976
Noviembre	56.185	8.262	7.467	11.583	1.586	4.547	12.740

abonan a sus partícipes en metálico o —más frecuentemente— como nuevas participaciones (reinversión automática). Aunque jurídicamente no pueden admitir depósitos, las participaciones de los fondos de dinero son, en muchos casos, movilizables mediante talones por cantidad fija contra una entidad bancaria asociada que, tras hacerlos efectivos, redimen el número de títulos correspondientes. Las compañías gestoras de los principales fondos de dinero prestan, además, servicios complementarios de asesoramiento y gestión de tesorería. La mayoría de ellas han introducido, además, algunas variantes en la gestión e inversiones, creando fondos especializados para distintos tipos de clientes.

En España no existía un cauce legal específico para la creación y gestión de fondos de dinero. El Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, había establecido el régimen jurídico-fiscal de los fondos de inversión mobiliaria, cuyo reglamento fue sucesivamente modificado por órdenes ministeriales en 1964 (5 de junio), 1967 (24 de junio), 1969 (4 de febrero), 1970 (1 de diciembre) y 1975 (19 de noviembre), pero las limitaciones impuestas a la actividad inversora de los FIM dificultaban seriamente una concentración de sus activos en títulos a plazo suficientemente breve como para ser considerados fondos de dinero.

En efecto, los activos de los FIM venían sujetos a las limitaciones siguientes:

1. Un *mínimo* del 10 por 100 de su patrimonio (promedio mensual de saldos diarios) debía ser invertido en cuenta bancaria a la vista, con libertad de tipos de interés.

2. Un *mínimo* del 70 por 100 (máximo del 80 por 100) del patrimonio habría de invertirse en valores mobiliarios (de renta fija o variable) cotizados en Bolsa.

3. El resto, en una segunda línea de liquidez, integrada por activos a corto plazo aprobados, al efecto, por la Dirección General de Política Financiera.

Además, los FIM no podrían adquirir valores no admitidos a cotización oficial en Bolsa ni invertir más del 10 por 100 de su patrimonio en valores emitidos por una misma sociedad. De ambas limitaciones quedaban exceptuados, no obstante, los valores emitidos o avalados por el Estado.

Al amparo de esta última excepción, pudieron desarrollarse tímidamente algunas experiencias, que abrían una puerta a la actividad de fondos de dinero en España. En 1982 surgió la posibilidad de considerar los certificados de regulación monetaria (emitidos por el Banco de España) como «títulos avalados por el Estado» y, en consecuencia, computables —sin limitación— en el tramo de inversión en valores. El criterio del Ministerio de Economía fue, oficialmente, contrario a esta práctica, aunque se aplicó con cierta tolerancia de hecho, dada la convicción de que los CRM's serían sustituidos, en plazo no lejano, por pagarés del Tesoro como instrumento básico de regulación monetaria. Obviamente, los pagarés —emitidos por el Estado— habrían de considerarse como títulos incorporables, sin limitaciones, a la cartera de los fondos.

La legislación vigente posibilitaba, por tanto, que algunos FIM materializaran su patrimonio en liquidez, activos a corto y pa-

garés del Tesoro, actuando como auténticos fondos de dinero, con plena liquidez, aunque con limitaciones evidentes en su rentabilidad y su agilidad operativa.

Pero además, a finales de 1981, el gobierno remitió al Parlamento un Proyecto de Ley sobre Instituciones de Inversión Colectiva, que llegó a publicarse en el *Boletín Oficial de las Cortes* el 22 de abril de 1982 y que contemplaba la figura de los fondos de dinero. El nuevo gobierno surgido de las elecciones de 1982 consideró, sin embargo, oportuno paralizar la tramitación del Proyecto de Ley y permitió su caducidad parlamentaria, anunciando que su contenido sería objeto de regulación a través de dos leyes distintas: una sobre sociedades y fondos de inversión mobiliaria y otra relativa a los fondos de pensiones.

En abril de 1984 se ha remitido a las Cortes el primero de dichos proyectos, cuyo capítulo segundo (sección 5.ª, arts. 24 a 27) regula explícitamente la figura de los denominados «Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM)», cuyo patrimonio habrá de estar invertido «en valores de renta fija con cotización calificada en las Bolsas oficiales de Comercio, en deuda del Estado y del Tesoro, activos emitidos por el Banco de España y en los demás activos financieros que, por su vencimiento a muy corto plazo y por las garantías de su realización, pueden asimilarse a efectivo».

Aunque, desde el punto de vista fiscal, el Proyecto de Ley no presenta grandes atractivos para los FIAMM (especialmente en cuanto a la determinación

de incrementos y disminuciones de patrimonio, derivados de la enajenación de valores), la seguridad de un marco jurídico propio puede estimular en el futuro la creación de este tipo de entidades.

3. Sociedades de crédito hipotecario

La última figura institucional creada en el mercado financiero español, al amparo del contexto innovador de los años recientes, vino constituida por las sociedades de crédito hipotecario. Dichas entidades fueron configuradas jurídicamente por la Ley 2/1981, de 25 de marzo, y el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, a los que antes se dedicaron unos párrafos en conexión con los instrumentos financieros del mercado hipotecario.

Entre las ventajas que la nueva legislación proporcionó a las SCH cabe citar las siguientes: se trata de entidades cuyo capital mínimo inicial es relativamente reducido (250 millones de pesetas) en comparación con otras entidades financieras y con unos trámites de creación que, por primera vez en la historia financiera reciente, responden a criterios objetivos y no a la voluntad discrecional de la Administración. Tienen capacidad para emitir no sólo bonos y participaciones, sino cédulas hipotecarias, en paridad de condiciones con las Cajas de Ahorros y entidades oficiales de crédito. Pueden también admitir depósitos, certificados de depósito y cuentas de ahorro-vivienda, gozan de exclusividad en cuanto a su denominación y, de acuerdo con el artículo 17 del

Reglamento del Mercado Hipotecario, pueden abrir libremente, en cualquier momento, oficinas operativas en territorio nacional, aunque la misma disposición se apresura a añadir que «dicha apertura queda condicionada al cumplimiento de los requisitos que sobre régimen de expansión de oficinas establezca, en su caso, el Ministerio de Economía, basados en la valoración de los recursos propios en relación con la importancia de las poblaciones correspondientes».

Cabe citar, además, que las disposiciones iniciales no les imponían ninguna inversión obligatoria, puesto que el Ministerio de Economía no hizo uso de la facultad otorgada por el artículo 18 del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, para establecer un coeficiente de inversión teóricamente definido como «relación entre préstamos para la financiación de viviendas de protección oficial, u otras que determine el gobierno en ejecución de su política de vivienda, y los recursos ajenos», proporción que, en todo caso, no podría exceder del 10 por 100.

También el coeficiente de liquidez (proporción entre activos líquidos y recursos ajenos) era inicialmente inferior al de otras entidades financieras. En efecto, aunque el Real Decreto citado autorizaba al Ministerio de Economía para elevar dicho coeficiente hasta el 15 por 100, la Orden ministerial de 22 de junio de 1982 señaló una proporción muy inferior, limitándola a un mínimo del 3 por 100 de los pasivos computables en caja o cuenta corriente en el Banco de España y el resto —hasta el 9 por 100— en instrumentos del mercado monetario o saldos in-

terbancarios de vencimiento inferior a un mes.

Frente a estas ventajas comparativas indudables, las sociedades de crédito hipotecario presentan unas limitaciones («puntos débiles») también sustanciales. Pueden «establecer depósitos en otras entidades y realizar las operaciones financieras de activo que sean necesarias para la ejecución de su objetivo principal», pero se les impone la obligación de mantener el total de su cartera de créditos invertida en los préstamos hipotecarios que regula la Ley, lo que les impide una diversificación de operaciones que, al distribuir los riesgos, podría permitirles equilibrar en circunstancias excepcionales su cuenta de resultados.

Quizá la limitación más importante proceda del denominado «coeficiente de seguridad», definido como relación entre recursos propios y capitales de riesgo por razones de préstamos y avales con garantía hipotecaria, que limita la rotación de los fondos propios, en un mercado en el que esta rotación es básica para generar un volumen aceptable de beneficios, puesto que el margen financiero sobre los recursos ajenos tenderá a mantenerse en niveles muy estrechos. Aunque el repetido Real Decreto de 17 de marzo de 1982 establece que este coeficiente sea, en el caso de las SCH, la mitad del correspondiente a otras instituciones, debe tenerse en cuenta que estas últimas (especialmente bancos y Cajas de Ahorros) no tienen dificultad alguna para cumplirlo, mientras las sociedades de crédito hipotecario se verán obligadas a realizar ampliaciones continuas de capital si desean mantener una cartera de créditos importante. Dada la situación del mercado

de valores, es de esperar que dichas ampliaciones puedan llevarse a cabo solamente mediante un compromiso creciente de recursos por parte de los promotores iniciales. Quizá este coeficiente de seguridad sea innecesario, puesto que la experiencia reciente ha demostrado, hasta la saciedad, que la solidez de una institución financiera no se basa en el volumen de sus recursos propios frente a los riesgos en que incurre, sino en el saneamiento adecuado de éstos a través de la cuenta de resultados.

CUADRO N.º 24

SOCIEDADES DE CREDITO HIPOTECARIO

Emissiones Netas de Cédulas (Millones de pesetas)

1982	5.000
1983:	
Enero	—
Febrero	165
Marzo.....	3.213
Abril	2.462
Mayo	433
Junio	342
Julio	694
Agosto	755
Septiembre	355
Octubre	439
Noviembre	1.059
Diciembre	2.672
TOTAL.....	17.589

Fuente: Banco de España.

El cuadro número 24 indica las emisiones netas de cédulas llevadas a cabo por las sociedades de crédito hipotecario en los primeros meses de su actuación en el mercado.

III. OBSTACULOS A LA INNOVACION

El intenso proceso de innovación financiera hasta aquí descrito registró a lo largo de 1983 y primeros meses del 84 una creciente paralización, al menos en lo que se refiere a determinados instrumentos. En gran medida, esta paralización tuvo su origen en la política presupuestaria y los problemas consiguientes respecto al control monetario.

Como se recordará, el déficit de las administraciones públicas alcanzó en 1982 la cifra récord de 1.137 miles de millones de pesetas, equivalente al 6 por 100 del PIB. Las necesidades de financiación del sector público representaron un total de 698.000 millones de pesetas para el sistema crediticio en su conjunto, lo que significaba un crecimiento de 33,4 por 100 respecto al año anterior y una limitación de los recursos financieros disponibles para el sector privado, que sólo aumentaron el 15 por 100 en 1982.

Por otro lado, los diferenciales de inflación de España respecto a los países de la OCDE se habían incrementado hasta 6,6 puntos, superando el nivel alcanzado en el año anterior (4,1). La relativa distensión de la política monetaria de 1982 fue, en buena parte, responsable de las mayores presiones inflacionarias.

Ambos factores parecían exigir una política de contención del déficit presupuestario y mayor moderación en el crecimiento de la cantidad de dinero. En este sentido parecieron orientarse las directrices del nuevo gobierno, si bien con objetivos

de alcance desigual para las políticas monetaria y presupuestaria.

El crecimiento de la cantidad de dinero propuesto para 1983 (13,5 por 100) significaba una reducción significativa respecto al ejercicio anterior (16,2 por 100), que incluso fue rebajándose a lo largo del año. Por su parte, el déficit presupuestario previsto, a pesar de los esfuerzos realizados, sólo implicaba un mantenimiento en términos de PIB (6 por 100) y un nuevo incremento en valores absolutos. En este contexto, no era aventurado predecir que las importantes necesidades de recursos del sector público limitarían las posibilidades financieras de los mercados privados y obstaculizarían su dinamismo innovador.

Ya a finales de 1982, en el Real Decreto-ley 24/1982, de 29 de diciembre, sobre «medidas urgentes en materia presupuestaria, financiera y tributaria», se anunciaba una reglamentación sobre la forma en que los distintos fedatarios públicos deberían comunicar a la administración tributaria las operaciones referidas a títulos-valores y efectos de comercio. Esta medida, aunque sólo significaba un anuncio de reglamentación futura, no pudo menos de influir desfavorablemente en los mercados de letras y pagarés de empresa, especialmente en el primero.

Como puede verse en el cuadro número 25, el volumen de letras negociadas en Bolsa que, en los últimos meses de 1982, se había situado en torno a los 7.000 millones de pesetas mensuales, descendió hasta una media de 4.000 millones para los primeros meses de 1983. Por su parte, los pagarés de empresa, aunque menos afectados, vieron relati-

CUADRO N.º 25

LETRAS NEGOCIADAS EN BOLSA

(Valor nominal. Millones de pesetas)

	<i>Valor</i>
1982:	
Octubre	6.515
Noviembre	7.838
Diciembre	7.458
1983:	
Enero	4.223
Febrero	4.157
Marzo.....	4.121
Abril	3.338

vamente estabilizadas sus cifras de emisión que, anteriormente, parecían prometer una expansión acelerada.

Es cierto que ninguna razón justifica que estos activos gocen de mayor opacidad fiscal que otros instrumentos monetarios alternativos. Pero la vía adoptada para dotarlos de la necesaria transparencia suscita, al menos, tres cuestiones que merecerían una reflexión profunda a la luz del Derecho comparado: *a)* el secreto profesional (salvo requerimiento judicial) de los agentes mediadores; *b)* el tratamiento fiscal de los incrementos patrimoniales (7) y su incidencia negativa sobre el desarrollo de los mercados financieros, y *c)* la cascada de impuestos indirectos que, en la práctica, imposibilitan la creación de un amplio mercado de dinero en España. Ciertamente, la innovación financiera no puede basarse en pretensiones de evasión fiscal, pero tampoco parece lógico que el sistema tributario español llegue a imposibilitar, en la prác-

tica, el libre funcionamiento de instrumentos financieros habituales en todo país desarrollado.

A pesar de su importancia, las medidas fiscales no constituyeron el mayor obstáculo a los nuevos instrumentos financieros. A mediados de 1983, las evidentes dificultades para colocar entre el público los pagarés del Tesoro forzaron a la autoridad monetaria a eliminar cualquier posible competencia con estos activos. Así, en el mes de julio, el Banco de España indicó a las instituciones financieras que se abstuvieran de colocar determinados tipos de activos cuasimonetarios (letras, cédulas hipotecarias, etc.) invocando la necesidad de limitar el crecimiento de la liquidez del sistema —entendida ésta en sentido amplio (8)— ante las circunstancias desfavorables de la balanza de pagos.

El efecto sobre el mercado de letras fue inmediato. Su actividad quedó reducida a operaciones de mercado secundario, eliminándose totalmente las nue-

vas emisiones. Como puede advertirse en el cuadro número 26, el volumen negociado se redujo, a partir de agosto, a la décima parte de lo registrado en los meses precedentes, continuando a un nivel deprimido hasta el momento de redactar estos párrafos. En cuanto al mercado de pagarés de empresa, la reducción de operaciones fue también evidente, aunque a final de año y principios del 84 parecía registrarse un nuevo impulso. No existe, por tanto, exageración al afirmar que el déficit del sector público se perfila como el obstáculo fundamental para la continuidad del proceso innovador en los mercados financieros españoles.

En esta misma línea cabe inscribir las medidas arbitradas en 1984 respecto a los coeficientes de caja e inversión de las instituciones financieras. A través de diversas disposiciones (Ley 26/1983, de 26 de diciembre; OO. MM. de 26 de diciembre de 1983 y 4 de enero de 1984, y Circular 1/1984, del Banco de

CUADRO N.º 26

LETRAS Y PAGARES DE EMPRESA

(Valores negociados en Bolsa. Valor nominal. Millones de pesetas)

	<i>Letras</i>	<i>Pagarés de Empresa</i>
1983 :		
Julio	4.040	1.166
Agosto	503	1.365
Septiembre	327	1.700
Octubre	210	2.740
Noviembre	211	2.026
Diciembre	425	4.899
1984 :		
Enero	570	3.523
Febrero	626	5.704

CUADRO N.º 27

I. COEFICIENTE CAJA

• Elevación coeficiente: Diciembre 83: 7,75 (no reenumerado)	Total: 11,75
4,00 (reenumerado al 8 %)	
Año 1984: 5,00 (no reenumerado)	Total actual: 18,00
13,00 (reenumerado al 13,5 %)	Límite máximo: 20,00

Efecto nulo sobre cuenta resultados Bancos y Cajas.

- Ampliación progresiva base computable: Ahorro emigrante, bonos de caja y tesorería, obligaciones y títulos hipotecarios, efectos endosados, pagarés de empresa avalados, pasivos por operaciones de seguro.

II. OTROS COEFICIENTES

	<i>Banca Comercial</i>	<i>Banca Industrial</i>	<i>Cajas</i>
1. Coeficiente de inversión:			
Diciembre 83	21,0	18,0	36,0
Marzo 84: Legal	(25,0)	(22,0)	(40,0)
Teléfono	(6,0)	(6,0)	(6,0)
Total	31,0	28,0	46,0
2. Financiación a largo plazo:			
Diciembre 83	6,0	5,25	8,75
Marzo 84	6,0	5,70	9,50

III. TOTAL RECURSOS CAUTIVOS:

Diciembre 83	38,75	35,0	56,5
Marzo 84	55,0	51,7	63,5

España) se ha modificado el coeficiente de caja de las entidades financieras en un triple sentido: incremento de los porcentajes, ampliación de los pasivos computables y extensión de su aplicación a otras entidades, distintas de los bancos y Cajas de Ahorros. Varios de los nuevos instrumentos (letras, cédulas hipotecarias, etc.) y algunas de las instituciones (SMMD, SCH) analizados en este trabajo como expresión del desarrollo financiero han sido afectados por estas disposiciones, que penalizan, en definitiva, la innovación en los mercados monetarios españoles.

Pero si el coeficiente de caja encuentra una justificación como instrumento de control moneta-

rio (aun cuando su exagerado nivel deba atribuirse a la presión del déficit público), no cabe afirmar lo mismo del coeficiente de inversión, artificio típicamente español, no explicable por razones de política monetaria y que añade un nuevo obstáculo —quizá definitivo— a la innovación financiera en nuestro país. Desde principios de 1983 se incrementó en tres puntos el coeficiente legal de inversión y se llegó a un acuerdo con las instituciones financieras privadas para establecer un nuevo aumento hasta 10 puntos.

El resultado final ha sido la ampliación sustancial de los fondos cautivos del sistema. Como puede observarse en el cuadro número 27, los fondos cautivos

de los bancos comerciales han pasado del 38,75 por 100 en diciembre de 1983 al 55 por 100 en marzo de 1984, los de los bancos industriales del 35 al 51,7 por 100 y los de las Cajas de Ahorros del 56,5 al 63,5 por 100. Aunque es cierto que parte de estos diferenciales sólo han significado la consolidación de los CRM's anteriormente en poder del sistema y su conversión en pagarés del Tesoro (computables en el coeficiente «voluntario» de inversión), los fondos cautivos han experimentado un crecimiento real en torno a 16 puntos, nivel que no parece coherente con el funcionamiento de la economía de mercado, ni permite consolidar los nuevos mercados financieros.

IV. PERSPECTIVAS

Las modificaciones de coeficientes no han sido todavía completadas. De acuerdo con el Proyecto de Ley sobre «coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de intermediarios financieros», recientemente enviado al Parlamento (y que quizá haya sido aprobado en la fecha de publicación de este trabajo), los coeficientes obligatorios experimentarán una nueva extensión, tanto en su porcentaje como en recursos computables e instituciones afectadas. Su nivel podrá alcanzar hasta el 25 por 100, más un 10 por 100 adicional para la suscripción de títulos a corto plazo emitidos por el Estado.

Quizá sin pretenderlo directamente estemos a punto de frustrar —a través de estas disposiciones— la experiencia más interesante que el sistema financiero español haya vivido en su historia contemporánea. Cuando, hace apenas seis años, se inició en España la liberalización del sistema financiero, nadie podía prever una vida tan corta para un experimento tan prometedor. Hoy puede afirmarse que la desconfianza de parte del sector privado y —sobre todo— el déficit del sector público contribuyen a liquidar una parte sustancial de aquel impulso innovador.

El retorno a un sistema financiero intervenido, sin opción para iniciativas individuales, puede afectarnos a todos. El ahorrador verá disminuidas sus oportunidades de colocación de recursos líquidos, el inversor dispondrá de menos canales de financiación y la sociedad resultará institucionalmente empobrecida, sin el dinamismo creador que la

libertad había introducido en el sistema financiero español. Bastaron seis años de libertad parcial para construir todo un nuevo entramado financiero de productos e instituciones. Pueden bastar solo unos meses para agostar la experiencia, dejando a los pagarés del Tesoro como único (y monopolístico) ejemplo de la libertad frustrada.

Cualquiera que sea el futuro, la historia de 1977-84 habrá de dejar constancia de un período en que la política financiera adquirió dimensiones de creatividad, sin limitar sus objetivos a la simple financiación de un déficit público que constituye —en tantos aspectos— la amenaza más evidente para la economía española.

NOTAS

(*) El autor desea expresar su agradecimiento a J. Hay, A. del Valle, A. Viro y M. Villarón por sus aportaciones en la discusión y elaboración de este trabajo.

(1) Vid. HOLLAND, Steve, «Does higher inflation lead to more uncertain inflation?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, febrero 1984.

(2) TORIBIO, Juan José, «La Reforma del Sistema Financiero Español», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 15, 1983.

(3) ORTEGA, Raimundo, «Los pagarés del Tesoro: un nuevo instrumento de deuda pública», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, enero-marzo 1983.

(4) Ver: POVEDA ANADÓN, Raimundo, «Crédito en pesetas a interés variable y mercado interbancario», *IX Jornadas de Mercado Monetario*, Intermoney, 1982.

(5) Para un análisis exhaustivo sobre el cálculo de las rentabilidades efectivas, ver Pedro MARTÍNEZ MENDEZ e Ignacio GARRIDO, «Rendimientos y Costes Financieros en el Mercado Bursátil de Letras», *Documentos de Trabajo del Servicio de Estudios del Banco de España*, n.º 8.202.

(6) Vid: RODRIGUEZ INCIARTE, Juan, «Pagarés de Empresa», *X Jornadas de Mercado Monetario*, Intermoney, 1983.

(7) No debe olvidarse que se trata de activos financieros negociados «al tirón», cuyo rendimiento para el inversor se materializa, por tanto, en un incremento patrimonial.

(8) No sólo disponibilidades líquidas, sino también «otros activos líquidos en manos del público», como letras, cédulas hipotecarias, pagarés del Tesoro, pagarés de empresa, etc.