

EL MERCADO MONETARIO ESPAÑOL: EVOLUCION Y PERSPECTIVAS (*)

El mercado monetario ha tenido un desarrollo bastante espectacular en España durante los últimos años. Félix Varela analiza en este trabajo su evolución —determinada en buena parte por la necesidad de control monetario— y la forma en que se van generando los distintos instrumentos, en un contexto liberalizador, hasta el año pasado. La expansión de los nuevos activos por encima de los objetivos fijados por las autoridades para dicho año, poniendo en peligro el control monetario, determinó un cambio amplio del sistema cuya incidencia en el mercado es objeto de análisis. Finalmente, las notas más destacadas de la proyección futura del mercado tratan de establecerse sobre la base de la propia evolución y de las características que en los últimos años han sido comunes, bien que con desigual intensidad, a los principales países: sensibilización a los tipos de interés, expansión de los activos monetarios, creciente interdependencia, y expansión de las necesidades de financiación del déficit público. Este último elemento probablemente va a ser decisivo en la evolución del mercado monetario español en un futuro próximo, determinando una creciente supeditación a las necesidades financieras del Estado.

EL concepto de mercado de dinero puede ser interpretado de varias maneras. Antes de entrar en este estudio, conviene, pues, señalar cuál es el concepto en el que nos centraremos y en qué medida nos separaremos de él para tratar de otros ámbitos del mercado financiero, inevitablemente relacionados con el mercado del dinero.

En una interpretación muy amplia, el mercado de dinero podría incluir todos los instrumentos de deuda, tanto a largo como a corto plazo, para los que existe un mercado, así como

también los mecanismos de crédito bancario; sin embargo, es más lógico identificar este contenido tan extenso con el concepto de mercado financiero que con el de mercado de dinero. Por el contrario, en una interpretación estricta, podríamos considerar que dicho mercado incluye sólo los activos líquidos objeto de negociación, que constituyen «cuasi-dinero». Por último, en una tercera posición, intermedia, se podría considerar que el mercado de dinero está constituido por los elementos que entran en nuestra definición más estricta más el

crédito bancario a corto plazo (1).

Entendemos el mercado monetario en este trabajo en su sentido estricto. Siguiendo a Roosa, definiremos el mercado de dinero como «el mercado activo de dinero e instrumentos sustitutivos del dinero, que las instituciones financieras y de otra índole utilizan como fuente de la liquidez necesaria en su operativa habitual» (2). Tema central de nuestra atención será cómo han ido surgiendo en los últimos años una serie de instrumentos que constituyen «cuasi-dinero» —ya que pueden convertirse en dinero y son casi tan seguros como éste—, y, al mismo tiempo, permiten obtener una rentabilidad atractiva. Son instrumentos sustitutivos del dinero porque hacen posible que los diversos sujetos económicos mantengan en dinero una parte más limitada de sus activos de la que hubiesen mantenido sin su existencia (3). Como veremos, en el mercado español dicha alternativa no siempre está abierta a todos los sujetos, pues existen mecanismos, como el mercado interbancario, que sólo pueden ser utilizados por los bancos y por otros intermediarios financieros; y han existido activos, como los CRM, que tenían características similares. Sin embargo, ambos mercados no son absolutamente estancos, de forma que elevadas diferencias en rentabilidad de uno a otro, originan, casi inevitablemente, movimiento de fondos entre ambos.

Aunque hayamos definido el mercado monetario en su sentido más estricto, es indudable que existen toda otra serie de mercados con los que aquél está conectado. Nos interesará en nuestro trabajo la relación con

algunos, sea dentro del país, como el mercado de crédito bancario interno, o fuera de él, como el mercado de eurodivisas. A ambos haremos referencia en este trabajo, que se estructurará en cuatro partes. En la primera de ellas se hará una breve descripción de la evolución de los instrumentos monetarios en España, hasta la última modificación importante, que tuvo lugar a caballo entre 1983 y 1984. La segunda pretenderá explicar por qué esa reforma se hizo necesaria y cuáles son sus características básicas. En la tercera describiremos sucintamente la evolución de mercado monetario experimentada en otros países, con objeto de sacar sus características generales. Estas características generales serán empleadas en la última parte del trabajo como marco de fondo sobre el que se analizará la evolución presente y futura del sistema español.

I. EVOLUCION DEL MERCADO

El estudio de la aparición y desarrollo del mercado monetario en España ha de hacerse referido a la evolución de la política monetaria y a la actuación del Banco de España para conseguir sus objetivos en este campo. El mercado de dinero en España tiene un origen reciente, que entronca con los nuevos planteamientos de política monetaria iniciados a partir de 1973-1974. Desde entonces, el Banco de España comenzó a desarrollar una política tendente a un control activo y continuo de la cantidad de dinero, frente a la política eminentemente pasiva del período anterior. El de-

sarrollo de tal política exigió, en unos casos, y produjo como consecuencia, en otros, la creación y generalización de nuevos instrumentos monetarios, necesarios para llevar a cabo tal control o consecuencia del mismo. Veamos esta evolución de la política monetaria y su influencia en el desarrollo del mercado.

La característica de un largo período que sigue a la guerra civil, y que llega hasta principios de los años 1960, es el desinterés de las autoridades por la política monetaria; nada tiene de extraño que no se creen instrumentos para regular la política monetaria. La prioridad de la actuación estatal está basada en la financiación del sector público, dentro del cual ocupan lugar preponderante el INI, la RENFE y la Comisaría de Abastecimientos. La financiación se hace en buena parte con cargo a la emisión de títulos de deuda, que son colocados principalmente en la Banca. Estos títulos pueden pignorar por un valor equivalente al 80-90 por 100 de su valor nominal, permitiendo una financiación a bajo coste, en torno al 3 por 100. De esta forma, los bancos y cajas de ahorros, que constituían los principales suscriptores de tales títulos, obtenían un mecanismo automático para proveerse de liquidez en caso necesario.

Si a esto se añade que las autoridades carecían de otros instrumentos de control típicos, como la posibilidad de establecer obligaciones de reserva, y que los tipos de interés se mantuvieron muy bajos para hacer más fácil la financiación estatal, el resultado es que las autoridades carecían de todo instrumento de control.

Los primeros intentos para controlar la liquidez iban a iniciar su aparición a partir de 1957-58, cuando se estableció la obligación de mantener todos los depósitos públicos en el Banco de España y se decidió no emitir, en el futuro, obligaciones automáticamente pignorables. Con todo, estas medidas representaban simplemente unos primeros pasos para conseguir el control, pero éste no estaba todavía al alcance de la autoridad monetaria. Por ello, la instrumentación de una política monetaria restrictiva, dentro del Plan de Estabilización de 1959, tiene que ser llevada principalmente a cabo mediante limitaciones cuantitativas en la cantidad de crédito. Y aunque en los años siguientes, y muy particularmente con la reforma bancaria de 1962, se van introduciendo nuevos instrumentos de control, como el coeficiente de caja, el coeficiente de fondos públicos o el de liquidez, dichos instrumentos continúan sin tener plena eficacia durante muchos años, ya que las facilidades para redescantar papel y para pignorar obligaciones continúan teniendo un efecto predominante en un momento en que la política del Gobierno está centrada fundamentalmente en el desarrollo de la industria de determinados sectores prioritarios. Con esta misma situación se va a entrar en la década de los años setenta, pese a que, a partir de 1959, se da mayor importancia al control de la liquidez y existe una cierta voluntad de reducir la proporción de créditos preferentes dentro del conjunto del sistema.

Los primeros años de la década de los setenta son testigos de la introducción de una serie de medidas importantes, nece-

sarias para el control posterior de la liquidez del sistema. Pero los instrumentos de control monetario que existían (el coeficiente de caja y las líneas de redescuento ordinarias) eran instrumentos de actuación discontinua, completamente insuficientes para combatir las fuertes variaciones inducidas por los factores autónomos (balanza de pagos y presupuesto), que inyectaban liquidez a un ritmo desmedido (4). La creciente preocupación por el incremento del ritmo inflacionista es lo que va a llevar al desarrollo de nuevas medidas en los años 1973-74, que también se verían influidas por el cambio de la coyuntura internacional y de la situación de nuestra balanza de pagos. Todo ello origina un cambio en la política monetaria española, que se encamina a «proporcionar al Banco de España instrumentos que le permitieran un control activo y continuo de la cantidad de dinero, tras la experiencia negativa de los primeros años de los setenta» (5). Veamos con más detenimiento las medidas que se adoptan y en qué medida tienen una influencia trascendente en el desarrollo del mercado del dinero.

En enero de 1973, y como un instrumento puramente monetario, aparecen los bonos del Tesoro. Frente a lo que su nombre puede dar a entender, estos bonos no tienen como finalidad la financiación del Tesoro sino la regulación monetaria por parte del Banco de España. Dichos bonos tenían formalmente un tipo de interés fijo, pero eran emitidos por el Banco de España a un precio variable, con lo que se evitaba el problema técnico que se le presentaba al Tesoro de emitir a tipo variable. Pese a esa flexibilidad, fue de

hecho necesario un acuerdo entre el Banco de España y las Cajas de Ahorros para que los bonos cumplieran parcialmente su propósito (6).

La novedad más importante en el terreno monetario, se va a introducir unos meses más tarde, en julio de 1974, cuando se crea un nuevo instrumento, que son los créditos de regulación monetaria. Dicho instrumento va a ser de gran importancia en los años siguientes ante el fuerte déficit de la balanza de pagos, que drena liquidez, haciendo necesaria una regulación continua por parte del Banco de España, que inyecte en el sistema la liquidez precisa. Tal propósito lo cumplen los créditos de regulación monetaria, que nacen primero como créditos a 7 días y que, después, se diferencian en una serie de plazos desde el muy corto (1 a 2 días) hasta los tres meses. La forma de asignación inicial de dichos créditos de regulación, mediante cantidades proporcionales a los recursos propios de cada banco, iba a tener una influencia considerable en la impulsión del mercado de depósitos interbancarios, forma en que aquellos bancos que recibían asignaciones por encima de sus necesidades de liquidez podían emplear los recursos excedentes, que eran utilizados por otros bancos (7).

El mercado de dinero interbancario encuentra sus antecedentes en las operaciones de depósitos realizadas por las cajas de ahorros en los bancos, que se ven facilitadas por la elevación del tipo de interés máximo autorizado a tales operaciones en 1964 y, sobre todo, por la liberalización de dicho tipo en 1969. Sin embargo, la abundancia de liquidez de la Banca,

por la existencia de deuda pignorable, la no existencia de coeficientes de caja y la ausencia de una regulación continuada de la liquidez, hace que los bancos no tuvieran gran interés en una buena regulación de su caja. Sólo con las modificaciones de política monetaria introducidas en 1973-74 y, en particular, con la conversión de la periodicidad del coeficiente de caja en diaria en 1973 y con la flexibilidad introducida en febrero de 1974, permitiendo límites máximos y mínimos de oscilación diaria del coeficiente, que pasa a referirse a períodos decenales, el mercado va a ir encontrando un desarrollo creciente. Este se verá reforzado por la medida antes mencionada de la distribución de los créditos de regulación monetaria en función de los recursos propios de los bancos, variable que en muchos casos no guarda relación alguna con su propia necesidad de liquidez. Más tarde, la aparición de la banca extranjera en España, en condiciones que limitan su acceso a la clientela ordinaria y hacen del mercado interbancario una fuente básica de recursos, le daría consistencia definitiva.

Las modificaciones más importantes desde el punto de vista del mercado monetario se inician a partir de 1977 y se refuerzan a principios de la década de 1980 (8). La fecha del año 1977 no es arbitraria, ya que en los Pactos de la Moncloa se mencionaba explícitamente el reforzamiento de los instrumentos de política monetaria y se va a un perfeccionamiento del sistema basado en el libre juego de los mercados. La medida más importante del año mencionado es la aplicación del sistema de subasta a los créditos de regulación moneta-

ria; dicho sistema se aplica, al principio, sólo de forma parcial, pero se generaliza en los años posteriores. Además, en estos años, se incorpora a las Cajas de Ahorros al mecanismo de los créditos de regulación, estableciéndose paralelamente una unificación del coeficiente de caja entre bancos y cajas de ahorros.

Medida importante, desde el punto de vista de su repercusión en los mercados, es la autorización por el Banco de España en 1979 de las operaciones de crédito bancario con tipo de interés variable. Objeto de discrepancia, inicialmente, entre banca nacional y banca extranjera, dichas operaciones vinieron a dar consistencia y mayor profundidad al mercado interbancario, respecto de su pasado inmediato. Por otra parte, en 1979 también se presenció la aprobación de la cotización de letras en las Bolsas españolas, con lo cual se oficializaba un mercado de gran importancia, ya existente con anterioridad sin la intervención bursátil. En realidad, este mercado iba a captar sólo una parte de la financiación de esta índole, y entraría más tarde en una situación letárgica como consecuencia de medidas de carácter fiscal.

En enero de 1980, ante el agotamiento del límite del volumen autorizado para la emisión de bonos del Tesoro y la persistencia de la necesidad de drenar liquidez, el Banco de España recurrió al expediente de emitir sus propios certificados. Estos certificados del Banco de España cumplían idéntica función que los bonos, pero al ser emitidos por el propio Banco, la flexibilidad de su emisión era mayor. El Banco reservó los plazos más largos (primero, un año; luego, un año y seis meses) para

estos instrumentos y dejó los plazos inferiores para los bonos del Tesoro.

Dos años más tarde, en abril de 1982, ambos instrumentos son sustituidos por los certificados de regulación monetaria (CRM) que, en régimen de emisión en subastas decenales y, excepcionalmente, cuando el Banco de España lo juzgare necesario, introducen no sólo la unificación de anteriores instrumentos sino también la novedad de su emisión al descuento. Por el lado del drenaje, los CRM han tenido un protagonismo marcado durante los dos años escasos de su existencia, como lo demuestra el hecho de que su volumen en circulación no dejara de crecer a lo largo de todo el período, lo que, unido a su método de adjudicación, elevó su coste para el Banco de España a cotas tan elevadas que determinaron una profunda reforma, como resultado de la cual fueron suprimidos.

Los CRM eran un activo emitido al descuento que sólo podía adquirirse por bancos e intermediarios financieros, en general; no por el público y empresas de otra índole (9). La emisión de los CRM tenía lugar, normalmente, mediante subastas decenales, siendo después dichos títulos objeto de negociación entre entidades no financieras, especialmente como mecanismo en que instrumentar las cesiones en el mercado interbancario, evitando el I.T.E. que, en otro caso, hubiera tenido que ser aplicado.

Paralelamente a la introducción de los CRM, las autoridades monetarias tomaron en 1982 una medida de gran importancia para la evolución futura del

mercado monetario y la financiación del déficit público: la apertura a todos los inversores de los pagarés del Tesoro, que habían sido creados meses antes, en octubre de 1981, como un activo cuyo acceso era restringido. En las subastas de pagarés, que se realizan habitualmente cada 15 días, puede participar cualquier persona que esté dispuesta a invertir un importe mínimo, inicialmente fijado en 1.000.000 de pesetas y en la actualidad rebajado a 500.000 pesetas. Los pagarés suelen emitirse a plazos de 6 y 12 meses.

La importancia de los pagarés del Tesoro consiste en constituir un activo monetario de la mayor calidad, al que tienen acceso todos los inversionistas. Con ellos, el público accede por primera vez a un instrumento a corto plazo mediante el que se financia la deuda del Estado. Su aparición fue unida a ciertos forcejeos entre la Banca y el Tesoro respecto a la forma de su colocación; la decisión del Tesoro de evitar que la colocación tuviese a la Banca como canal único fue un paso importante que la experiencia posterior ha revelado como acertado.

Junto con la creación de activos públicos, la evolución de los últimos años ha mostrado un desarrollo muy notable de activos monetarios privados. Por una parte, se ha desarrollado un mercado de cierta importancia en bonos bancarios desde finales de 1978, cuando dichos bonos quedaron exentos de coeficientes. Como consecuencia de tal exención, los bancos tuvieron gran interés en fomentar esta fuente de recursos, para lo cual fue habitual asegurar informalmente la recompra del título a la par, en caso de que su tenedor quisiera liquidar la in-

versión sin esperar al vencimiento final. La cantidad total emitida creció, especialmente desde el final de 1981 (299.000 millones) a mediados de 1983 (448.000 millones en junio de dicho año). Desde entonces quedó estabilizada, aumentando recientemente por las razones que expondremos más adelante.

Otro instrumento privado con desarrollo importante en los últimos años ha sido la letra con garantía bancaria, establecida a través del mecanismo del endoso. Este instrumento fue desarrollado inicialmente por la banca extranjera, que comenzó a operar en España a finales de los años setenta, cuya reglamentación ponía estrictos límites a la captación de recursos del público. Esto llevó a dichos bancos a una fuerte captación de fondos a través del mercado interbancario, lo que, a su vez, originó el desarrollo de operaciones de crédito a tipo flotante, una técnica inicialmente desarrollada en el mercado de eurodivisas. También originó un esfuerzo importante de desintermediación, colocando en el mercado letras con su garantía. La colocación de letras garantizadas creció muy fuertemente, desde niveles muy bajos a principios de 1981 a 374.000 millones en junio de 1983. Desde entonces ha decrecido considerablemente, por los motivos que expondremos más adelante, hasta alcanzar hoy niveles próximos a una cuarta parte de la cifra señalada.

Por último, sin que esto constituya una enumeración exhaustiva (10), el año 1983 ha presenciado el desarrollo del mercado de pagarés de empresa, iniciado a finales de 1982, y de las cesiones de activos con pacto de recompra. Los pagarés de

empresa constituyen un instrumento de desintermediación bancaria, mediante cuya colocación en el mercado grandes empresas y entidades, de calidad reconocida, pueden obtener financiación directa del público. Las operaciones están respaldadas por líneas bancarias, que aseguran la liquidez en el momento del vencimiento, cualquiera que sea la situación de caja de la entidad emisora, pero que no garantizan a esta última, de forma que el riesgo, en caso de insolvencia, es afrontado por el inversionista. Constituye, por tanto, el intento de desarrollar un mercado parecido a lo que es en Estados Unidos, y en algunos otros países, el mercado del papel comercial, aunque algunas operaciones parezcan aproximarse más al papel comercial del euromercado, que también se apoya en líneas bancarias que aseguran la disponibilidad a largo plazo de los fondos a la entidad emisora, y en la emisión de unos pagarés que tienen un período de amortización homogéneo y fijado de antemano al principio de la operación.

El otro mercado que se desarrolló mucho en 1983 fue el de cesión de activos con pactos de recompra —lo que en inglés se denomina *repurchase agreement*—, consistente en vender un activo y simultáneamente recomprarlo a un cierto plazo, inferior al vencimiento. Esto permite las colocaciones de fondos a corto plazo amparadas por títulos; y hace posible toda una gama de arbitrajes y toma de posiciones entre plazos diferentes del mercado, que contribuyen enormemente a su fluidez operativa y a su coherencia. A través de este mecanismo, los intermediarios financieros han

podido satisfacer en buena parte la mayor preferencia del público por activos líquidos a corto plazo, una de las características de la evolución de los mercados financieros en tiempos recientes, tanto en España como en el extranjero.

II. LOS PROBLEMAS DE CONTROL MONETARIO Y LA TRANSFORMACION DEL MERCADO DE DINERO 1983-84

La evolución del mercado descrita da una idea de que:

1.º España no ha estado ajena al proceso general de transformación del mercado monetario y de desintermediación de la Banca.

2.º Aunque dicho proceso arranca de principios de los setenta, ha habido aceleración fuerte a principios de los ochenta, con aparición de nuevos instrumentos y nuevos intermediarios.

Hemos interrumpido nuestra descripción de la evolución general del mercado aproximadamente hacia mediados del año 1983, aunque hemos hecho alguna referencia al freno puesto, a partir de entonces, al rápido desarrollo experimentado por instrumentos como los bonos, las letras avaladas o los pagarés de empresa. La razón de interrumpirla se debe a la gran importancia del cambio introducido en 1983, que rompe la evolución experimentada por el mercado monetario en estos últimos años y crea las bases de su nueva estructura, cuya reglamentación jurídica se ha instrumentado a principios de 1984.

Ello justifica que tratemos de explicar por qué surge tan drástico cambio, antes de entrar en las características del nuevo sistema que se está instrumentando.

Como ya hemos señalado, la experiencia vivida por España en los últimos años se inscribe dentro de una tendencia general de todos los países a la transformación de los mercados monetarios y a la desintermediación bancaria. Dicha tendencia ha planteado en todos los países problemas de instrumentación de la política monetaria. Las modificaciones de los mercados monetarios son lo suficientemente importantes como para condicionar la eficacia de la política monetaria y cuestionar la estabilidad de algunas de las variables-objetivo en que tal política se ha basado en el pasado. Todo esto está llevando, en los países con mercados financieros desarrollados, a un grado elevado de ambigüedad de las definiciones de M2 y M3, frente a los conceptos bastante bien delimitados de hace pocos años; y, sobre todo, ha originado la necesidad de definir conceptos más amplios de liquidez que incluyan no sólo la M3 sino los nuevos instrumentos financieros a corto plazo, que constituyen a un tiempo instrumentos de inversión, con tipos de interés relacionados con el mercado, e instrumentos que, llegado el momento, pueden emplearse para realizar pagos. Esta vaguedad de la barrera entre unos y otros, primeramente apreciada en el mercado de eurodivisas, se ha extendido a los mercados nacionales y es objeto de preocupación seria por parte de las autoridades monetarias de los principales países. Conviene señalar que la definición de va-

riables-objetivo más amplias, no resuelve del todo el problema planteado. En primer lugar, porque las variables más amplias son más difíciles de influir. Pero, sobre todo, porque la capacidad de utilizar los nuevos activos como dinero, varía en el curso del tiempo, tendiendo en general a aumentar con el desarrollo de los nuevos instrumentos y de sus mercados secundarios.

En España, el desarrollo del mercado monetario, y la creciente utilización de sus instrumentos por el público, puede ya apreciarse en el curso de la segunda mitad del año 1982. Pero es sobre todo en 1983 cuando la divergencia entre la evolución de tales activos y la de los componentes de la M3 adquiere importancia, especialmente cuando, en el segundo trimestre, las autoridades monetarias tratan de controlar la cantidad de dinero, que había crecido por encima del objetivo en los tres primeros meses. El resultado de su actuación es una subida fuerte de los tipos de interés a corto plazo, lo cual incentiva la creación de activos líquidos de carácter monetario por dos razones: desde el punto de vista del público, los tipos de interés más altos significan que se puede obtener una retribución más elevada del mantenimiento de tales activos, frente al menor dinamismo remunerativo de las formas tradicionales de mantener liquidez; desde el punto de vista de la Banca, la elevación de los tipos crea incentivos para desarrollar instrumentos que eludan los coeficientes, como eran los nuevos activos monetarios.

Nada tiene de extraño, pues, que cuando las autoridades monetarias tratan de controlar la

liquidez en el segundo trimestre de 1983, pronto consiguen una caída drástica en el ritmo de crecimiento de la M3, mientras los otros activos líquidos en manos del público continúan expandiéndose rápidamente, agudizándose el diferencial en la evolución de ambos, que ya había empezado a marcarse en la segunda parte de 1982. De esta forma, aunque el ritmo de crecimiento de la M3 cae marcadamente, el crecimiento de una nueva variable más amplia, designada por el Banco de España como Activos Líquidos del Público (ALP), que comprende la M3 y los otros activos monetarios en manos del público, disminuyó de forma menos marcada, insuficiente para conseguir el objetivo pretendido.

La preocupación por el control de la liquidez, más que por la rapidez del proceso de desintermediación bancaria, llevó a las autoridades monetarias a intentar frenar el crecimiento excesivo de los nuevos activos líquidos. La intención final fue, desde el principio, establecer una nueva reglamentación de coeficientes que les afectara, eliminando uno de los incentivos a su crecimiento. En ese propósito, los deseos de las autoridades monetarias coincidían con los de la banca española, que veía los nuevos instrumentos como una creación de la banca extranjera y de otros intermediarios financieros, que habían entrado en competencia con su tarea intermediadora. Conviene observar que, en general, su participación en dichos instrumentos se había producido una vez creados, más por la necesidad de participar en la expansión de los nuevos mercados que como algo pretendido voluntariamente.

La coincidencia de propósitos —aunque por motivaciones muy distintas— llevaba a una nueva reglamentación de coeficientes. Pero ésta exigía un tiempo de elaboración durante el cual —se ha visto *a posteriori*— era necesario tener en cuenta factores tan diversos como las necesidades de financiación del Tesoro en 1984 y las exigencias de rendimientos mínimos de los activos públicos en las carteras de la Banca, de forma que ésta pudiera mantener su rentabilidad y desempeñar sin menoscabo el importante papel nacional e internacional que le corresponde. Por ello, las medidas inicialmente adoptadas se produjeron a través de instrucciones cursadas por las autoridades monetarias durante el verano, para que se cortara la emisión o el crecimiento, según los casos, de los nuevos activos líquidos.

El resultado de tal actuación no se hizo esperar. Mientras el crecimiento de los activos cuasi-monetarios del público había jugado un papel muy destacado en los dos primeros trimestres del año, su aportación en el tercer trimestre fue pequeña y en los meses de octubre-diciembre fue negativa. Como ya hemos señalado, el instrumento con una caída más espectacular ha sido la letra con garantía bancaria.

El nuevo sistema de coeficientes no encontrará su desarrollo legal hasta finales de 1983 y principios de 1984. No entraremos aquí en su análisis, que sólo nos interesa en la medida en que afecte a la generación de activos monetarios. En ese sentido, lo más importante es la exclusión de coeficientes de los pagarés del Tesoro o de los fondos obtenidos mediante la cesión temporal o permanente

de los mismos. Esta exención de coeficientes hace posible la utilización de los pagarés del Tesoro como instrumento monetario, con importancia creciente dentro del sistema, siempre que se confirme la no obligación de retención a cuenta de los impuestos sobre la renta y sociedades, exclusión que fue anticipada por un Decreto de 4 de enero pasado. El sistema que ha salido de la nueva reglamentación aparece todavía muy difícil de enjuiciar, tanto porque su normativa no aparece completa en algunos aspectos, como porque es necesario un tiempo de rodaje para ver cuál será su funcionamiento y, por qué no decirlo, cuáles serán las defensas y mecanismos de acomodo que se crearán. Como señala Silber (11), la innovación financiera resulta a menudo un subproducto de las regulaciones, ya que surge al tratar de eludir las restricciones creadas por éstas.

Pero, si algo parece asegurada dentro del sistema, es el papel central que desempeñarán los pagarés del Tesoro, dentro de los cuales se pueden diferenciar tres tipos de instrumentos desde la perspectiva actual:

1.º Los pagarés derivados de la subasta realizada a fin de año, por valor de 660.000 millones de pesetas, al 15,805 por 100. Lo importante de esta subasta no es su importe, sino el hecho de que fuera absorbida por el Banco de España, convirtiendo crédito concedido al Tesoro en pagarés. Esto da al Banco de España una capacidad de drenaje de liquidez, siempre que esté dispuesto a comercializar dichos pagarés a los tipos que exija el mercado, lógicamente con un descuento mayor que el obtenido en el momento de la emi-

sión. El Banco ha aumentado posteriormente esta cartera en dos subastas y ha comenzado a ceder estos pagarés a plazos que han oscilado entre quince días y tres meses y a tipos que, en ocasiones, eran los de mercado y, en otras, reflejaban la orientación que el Banco de España trataba de imprimir al mercado en ciertos momentos. Estos primeros balbuceos parecen indicar la intención de la autoridad monetaria de desarrollar un auténtico mercado abierto, a través del cual regular la liquidez del sistema. Es prematuro aventurar un juicio sobre la viabilidad de este proyecto, aunque no esté de más señalar que faltan algunas condiciones necesarias para que funcione un mercado de este tipo: insuficiente volumen de la cartera del Banco de España, mayor coordinación de la política fiscal y monetaria, y desarrollo de las entidades y mecanismos especializados.

2.º Los pagarés derivados de la subasta extraordinaria del 28 de enero pasado. Esta subasta tenía como principal objeto sustituir los CRM que iban a ir venciendo decenalmente durante los cuatro primeros meses de este año, que no podían tener continuidad en el mismo instrumento, cuya nueva emisión había desaparecido. La subasta se hizo a un tipo previamente establecido, calculado de forma que asegurase una rentabilidad adecuada para estos activos que forman parte del coeficiente. Pero nada asegura que las cantidades solicitadas sólo sirvan para ese fin y parece probable que una parte pueda ser utilizada para su comercialización en el mercado. La cantidad global prevista en esta subasta fue de 1,7 billones de pesetas

y el tipo de descuento del 15,76 por 100.

3.º Los pagarés que vayan siendo emitidos en las diversas subastas ordinarias. Aunque no es posible tener seguridad alguna sobre los tipos a que se emitirán, las expectativas inmediatas son favorables a una reducción de los tipos, como consecuencia de la lógica tendencia del Tesoro a reducir su coste y del relativo desahogo en que quedó la financiación del Tesoro tras la modificación de los coeficientes y el gran importe de pagarés ya colocado.

Hay una función adicional de los pagarés cuya importancia no es posible todavía valorar: su utilización como instrumento en el mercado interbancario. La aplicación desafortunada del I.T.E. a los depósitos interbancarios hizo que la práctica totalidad de las operaciones en dicho mercado se vinieran haciendo contra CRM, como cesión con pacto de recompra de dichos instrumentos. La desaparición en curso de los CRM, ha hecho volver al mercado al mecanismo de los depósitos puros, lo cual significa un coste fiscal que para un tipo de interés del 15 por 100, significa un 0,60 por 100, aparte de una limitación en los montos que pueden obtener las entidades con menos garantía. Parece lógico que en el futuro se empleen los pagarés del Tesoro para la instrumentación de tales operaciones. Pero ello sólo se hará si la diferencia de tipos de interés entre el mercado interbancario y los pagarés es lo suficientemente pequeña para que resulte más favorable este instrumento que el pago del I.T.E., o si el Banco de España se decide a drenar liquidez mediante la puesta en circulación de pagarés que es-

tán en sus manos, naturalmente a tipos de interés relacionados con el mercado monetario. Esto último ha sucedido por primera vez en marzo de 1984.

Con independencia de los pagarés del Tesoro, los principales instrumentos del mercado monetario sufrirán, en una medida u otra, la influencia de los coeficientes. Parece, así, probable que la rápida caída de las letras con garantía bancaria, sea seguida por los bonos bancarios y otros instrumentos sometidos al juego de los coeficientes. Los pagarés del Tesoro sustituirán en buena medida a tales instrumentos y habrá una fuerte expansión de otros no sometidos a coeficiente, como los pagarés de empresa. Tal expansión será mayor si el Tesoro consigue reducir el costo de su financiación mediante los pagarés. El otro instrumento monetario en franca expansión será la cesión de activos con pacto de recompra, que viene a satisfacer la demanda del público por activos a muy corto plazo, ofreciendo una rentabilidad atractiva.

III. EVOLUCION DEL MERCADO Y DE LA INTERMEDIACION EN UN CONTEXTO INTERNACIONAL

En el epígrafe anterior hemos visto la evolución registrada en España durante los últimos años, que ha venido marcada por un apreciable desarrollo de la desintermediación bancaria. Ese proceso se ha visto conmovido por la profunda modificación de todo el sistema monetario, introducida entre 1983 y 1984, cuyas implicaciones más inme-

diatas ya hemos mencionado. A partir de aquí tendremos que analizar su evolución futura, lo que necesariamente constituye un ejercicio más difícil y arriesgado. Tal análisis tiene que partir de las características del sistema financiero español y su evolución reciente; pero, al mismo tiempo, ha de enmarcarse dentro de la evolución general de la intermediación financiera en los principales países del mundo. En éste, como en otros aspectos de nuestra realidad económico-social, mirar lo que está sucediendo en otras economías más avanzadas no constituye un ejercicio estéril, sino que nos ayuda a reflexionar sobre el horizonte previsible del sistema monetario español, inserto dentro de unos mercados financieros que en las últimas décadas han mostrado una creciente tendencia a la interdependencia.

Los últimos diez o quince años han significado un drástico cambio en los mercados monetarios y en el papel que la Banca juega en la intermediación financiera en los principales países del mundo. Ese proceso de cambio, que se ha acelerado marcadamente en los últimos 4 ó 5 años, está obligando a replantear el funcionamiento económico de toda la tarea de intermediación financiera, y ha hecho considerablemente más complicada la actuación de las autoridades monetarias en los principales países (12). Veamos en qué consiste dicha transformación y cuáles son sus características más generalizadas.

En primer lugar, se ha agudizado la dependencia de los bancos de fondos tomados del mercado financiero en condiciones competitivas. Hasta mediados de los sesenta, los bancos uti-

lizaban como fuente de liquidez casi única los depósitos a la vista y a plazo; e incluso estos últimos dependían en escasa medida de los tipos de interés del mercado. Durante los años setenta, se ha producido una dependencia creciente de los recursos obtenidos en el mercado.

La política de captación de pasivo en condiciones de mercado fue desarrollada inicialmente en el mercado de eurodivisas. Mientras en los mercados nacionales los bancos estaban acostumbrados a captar la mayor parte de sus recursos sin coste o con coste irrelevante, en su actuación en eurodivisas siempre han tenido que obtenerlos a precio de mercado: todos los fondos son retribuidos y muy sensibles a las variaciones de los tipos de interés. Lo que empezó en el mercado de eurodivisas —más exactamente en el de eurodólares— iba a extenderse a finales de los sesenta a la economía americana, como consecuencia de la política anti-inflacionista de sus autoridades; y después a otros países en los setenta, agudizándose el proceso a principios de los ochenta.

Una característica financiera de los años setenta es que los bancos han tenido que ir compitiendo crecientemente en la captación de fondos con otras entidades, que han emitido nuevos activos financieros que, o bien no existían con anterioridad, o sólo existían en términos limitados y sin la fluidez operativa que les otorgara la necesaria liquidez. Detrás de esta evolución hay una diversidad de factores entre los cuales el más importante es, sin duda, el elevado nivel de tipos de interés que ha predominado durante dicho decenio y, sobre

todo, al principio de los años ochenta. La coincidencia de dicho nivel elevado —cualesquiera que hayan sido sus oscilaciones— con la extensión y generalización de métodos informáticos de controlar los fondos de caja ha llevado a limitar los recursos inactivos mantenidos para este fin, al mismo tiempo que se desarrollaban instrumentos monetarios que podían satisfacer la necesidad de liquidez y permitían beneficiarse de la alta rentabilidad. En términos simplistas, podríamos decir que los recursos en caja, mantenidos en forma estéril, han quedado limitados a las necesidades inmediatas por el motivo de transacción, mantenidas muy ajustadas por el desarrollo de técnicas basadas en la informática; mientras que los recursos acumulados temporalmente, pendientes de su utilización para transacciones, y los mantenidos por el motivo de precaución pueden emplearse en el mercado monetario, permitiendo obtener una rentabilidad alta, al invertirse en los nuevos instrumentos monetarios cuyo uso se ha extendido.

Esta evolución tiene un carácter muy generalizado en todo el mundo, pero su intensidad, así como el tipo de instrumentos utilizados y quién tiene acceso a los mismos depende en gran medida del país, sus regulaciones legales y la riqueza y extensión de sus mercados financieros. El máximo desarrollo ha correspondido a los países anglosajones, y en especial a los Estados Unidos, donde ha coincidido la existencia de un mercado monetario tradicionalmente importante con sustanciales limitaciones a la captación de recursos por parte de la Banca que, en los últimos años, han

ido desapareciendo (13). En Canadá, por el contrario, el proceso de innovación financiera se ha centrado fundamentalmente en la Banca (14). En el continente europeo, algunos países han mostrado un crecimiento menos rápido de los activos monetarios, si bien los fuertes déficits públicos de los últimos años han exigido grandes volúmenes de financiación, en ocasiones logrados mediante el desarrollo de nuevos activos a corto plazo.

Aunque sus modalidades específicas varíen con los países, el desarrollo de los mercados monetarios y la elevación y variabilidad de los tipos de interés ha producido en todos ellos una modificación fundamental: el aumento del coste y de la sensibilidad al tipo de interés del pasivo de la Banca. Ello ha dado lugar a un cambio importante en la política bancaria: mientras en los años sesenta ésta se centraba fundamentalmente en la gestión del activo, hoy una buena política de pasivo es fundamental para determinar la competitividad y rentabilidad del banco. Ni que decir tiene que ello es también aplicable, todavía en mayor grado, a otros intermediarios financieros; pero mientras los intermediarios financieros no bancarios siempre han sido sensibles a los tipos de interés pagados por los recursos, en la Banca tal sensibilidad es, en buena parte, un desarrollo de los años setenta, agudizado a principios de los ochenta. La marcada elevación de los tipos de interés y su fluctuación, mucho más intensa que en ningún período precedente, han determinado la alta sensibilidad de los fondos a los tipos de interés, lo que hace decisiva una adecuada política de pasivo

por parte de la Banca. El desarrollo del mercado monetario ha sido un fenómeno claramente interrelacionado con este hecho. Por una parte, el desarrollo de los nuevos instrumentos y la mayor profundidad de sus mercados secundarios han permitido crear una alternativa válida al mantenimiento de liquidez bajo forma de depósito; de aquí el aumento de la sensibilidad a los tipos de interés del pasivo bancario. Pero, al mismo tiempo, la Banca, cuyo costo de pasivo se ha hecho más dependiente del tipo de interés, ha tenido que desarrollar modalidades de crédito que introducirían en su cálculo el coste de los recursos a corto plazo; de ahí el extraordinario desarrollo de las operaciones a tipo flotante, generalizadas en todo el mundo y muy especialmente en aquellos países con alto nivel de inflación.

Por ello, la segunda característica de la evolución del sistema financiero que queremos destacar es la generalización de los préstamos a tipos de interés flotantes. De nuevo aquí el origen hay que encontrarlo en el mercado de eurodivisas. La dependencia, prácticamente total, de los recursos ajenos retribuidos hizo que los bancos que operaban en el mercado de eurodólares tuvieran que desarrollar la técnica de los tipos de interés flotantes para poder facilitar préstamos a medio plazo sin incurrir en riesgos insostenibles. Este mecanismo se ha extendido a los sistemas bancarios nacionales, donde la práctica de los tipos de interés flotantes se aplica a la gran mayoría de las operaciones bancarias.

Cabe señalar que esta tendencia ha estado en los últimos

años reforzada por la aparición creciente de obligaciones a tipo flexible. De nuevo aquí el desarrollo en los mercados de eurodivisas ha precedido a la evolución en los mercados nacionales. En estos últimos, la elevación de los tipos de interés a principios de la presente década, y la preferencia de los inversionistas por instrumentos a corto plazo, han conducido a la emisión en cuantías crecientes de títulos a tipos flotantes, que han adquirido una importancia de la que antes carecían.

Un tercer aspecto que conviene destacar es el extraordinario crecimiento de los instrumentos financieros. Especialmente en los últimos años, se han creado nuevos instrumentos y desarrollado extraordinariamente otros existentes, como el mercado de papel comercial en los Estados Unidos, las letras del Tesoro italianas o las cesiones de títulos con pacto de recompra en Japón. Esta evolución ha ido generalmente unida a un gran desarrollo de los mercados secundarios, que han expandido fuertemente sus transacciones, permitiendo a los tenedores de activos un grado de liquidez hasta ahora desconocido. Todo ello ha permitido un crecimiento sin precedentes de la financiación a través de los mercados, donde existe una relación directa entre prestatarios y prestamistas, frente a la intermediación a través de instituciones bancarias, lo cual reduce normalmente las diferencias entre los precios de oferta y demanda de cualquier activo. El desarrollo de los mercados primario y secundario de títulos ha originado una gran expansión de los instrumentos objeto de transacción, conduciendo a una diversificación de las carteras

mantenidas por los inversionistas, al mismo tiempo que a una mayor preferencia por la liquidez. En cuanto a los prestatarios, el desarrollo del mercado ha conducido a unas mejoras manifiestas en el endeudamiento de las entidades más calificadas, al permitir una alternativa al crédito bancario, a un coste generalmente inferior.

Como cuarta característica, nos parece que se aprecia una internacionalización creciente de los mercados monetarios nacionales. El desarrollo de éstos, en extensión y profundidad, ha ido unido a una evolución paralela de los mercados de divisas clásicos, especialmente desde que el sistema de la flotación de los tipos de cambio se ha generalizado. La expansión de los mercados de eurodivisas ha contribuido a ello, al crear un canal de conexión permanente que permite aprovechar las posibilidades de arbitraje con gran perfección. La diversificación y creciente profundidad de los mercados de activos financieros está jugando un papel cada vez más pronunciado en esta interconexión entre mercados monetarios que aparece, cada vez más, como un hecho patente que juega también un papel relevante en los mercados de cambios.

Un último factor que debe ser subrayado es el extraordinario desarrollo de los déficits públicos a partir de finales de los años setenta, que ha llevado a potenciar la innovación financiera, sea directamente, desarrollando nuevos instrumentos, o indirectamente, a causa del elevado nivel de tipos de interés que ha inducido. En algunos casos, las exigencias de financiación estatal son de tal envergadura que han llevado a un

creciente grado de dependencia de los mercados respecto a la instrumentación de la deuda pública, con todas las connotaciones negativas que tiene tal dependencia.

IV. ALGUNAS IDEAS SOBRE LA EVOLUCION PREVISIBLE DEL MERCADO MONETARIO

La evolución de los últimos años muestra un desarrollo apreciable del mercado monetario español, que guarda un cierto paralelismo con lo sucedido en otros países durante los años setenta. Evidentemente, en ese desarrollo influyó la existencia de la normativa relativa a coeficientes de depósitos bancarios, que contribuyó a impulsar instrumentos monetarios alternativos que no se veían afectados por ellos, potenciando la innovación financiera.

Los últimos meses han significado un brusco corte en dicha evolución. Las recientes necesidades de financiación del Tesoro y el deseo de reducir su coste financiero, especialmente para el Banco de España, han coincidido con el deseo de los bancos de cercenar el rápido crecimiento de unos mercados monetarios en los que estaban sometidos a la dura competencia de otros intermediarios financieros, incluida la banca extranjera. Los mercados monetarios vinieron a constituir alternativas de desintermediación bancaria, introduciendo una gran competitividad en un sector poco afectado por sobresaltos hasta finales de la última década. El resultado de las medidas adop-

tadas entre 1983 y 1984 ha sido el establecimiento de un nuevo sistema, cuyas perspectivas inmediatas hemos tratado de delinear en el apartado II, aun a sabiendas de lo precario del cuadro trazado, al predominar las dudas sobre el desarrollo del nuevo sistema y, especialmente, sobre la evolución que puede experimentar como consecuencia de las reacciones innatas de cualquier mercado a eludir las nuevas restricciones.

En este epígrafe nos centraremos, más que en la evolución inmediata, derivada de la reglamentación reciente, en la evolución general de nuestros mercados monetarios, dentro del cuadro más amplio de la que están teniendo dichos mercados en otros países. Consideraremos, eso sí, las modificaciones introducidas recientemente en cuanto sea claro que puedan influir en las perspectivas a más largo plazo. Pero entendemos que ese desarrollo a largo plazo se inscribirá dentro de la tendencia internacional al desarrollo de los mercados financieros, si bien con características específicas, como las derivadas del elevado déficit presupuestario. Por ello, para analizar la evolución del sistema monetario español, nos basaremos, como término de referencia, en las características generales de la evolución registrada por otros países, que hemos explicitado en el apartado anterior, para después introducir los aspectos característicos de la evolución española.

Como hemos visto, la primera de las características de la evolución financiera experimentada en los últimos años, en parte consecuencia del desarrollo de los mercados monetarios, es el incremento del volumen de recursos obtenidos por los

bancos a tipos de mercado y la lógica sensibilidad de tales fondos a los tipos de interés. Esta situación es igualmente detectable en España, y además se ha producido de una manera muy aguda, al haberse concentrado el proceso en unos pocos años, desde finales de los años setenta, y especialmente a principios de la actual década. La banca española tenía una posición muy cómoda hace 10 a 15 años, con un coste de pasivo muy reducido que le permitía dar créditos a tipos de interés bajos en términos reales, manteniendo, sin embargo, un margen de beneficio elevado respecto de instituciones similares de otros países; además la financiación a bajo coste que otorgaba permitía el desarrollo de grupos empresariales ligados a ella institucionalmente y, en ocasiones, por vínculos personales con sus dirigentes. Esta situación ha cambiado dramáticamente en los últimos años, durante los cuales se han introducido niveles crecientes de competitividad dentro del sistema financiero y se han desarrollado instrumentos de carácter monetario que representan un mecanismo de captación de fondos alternativos de la Banca, emitiendo activos que ofrecen un alto grado de liquidez.

Naturalmente que todo ello no podía dejar de tener un efecto importante en la actividad bancaria, que ha afectado a todos en general, pero muy especialmente a aquellos bancos que se habían desarrollado en los últimos decenios, al calor de la fácil y confortable función bancaria de los años anteriores.

Aparte de la situación traumática que tal evolución ha originado sobre un número elevado de bancos —algunos de

dimensión importante—, hay sin duda aspectos en los que este desarrollo del mercado de dinero tiene efectos sobre todos los bancos y sobre la forma en que tales bancos conduzcan sus negocios en el futuro. Como ya hemos señalado, en unos años se ha pasado de un coste de pasivo reducido a un coste más elevado. Es indudable que ello ha aumentado los costes bancarios y parece probable que los sigan aumentando en el futuro; pero no se puede deducir, de manera simplista, tal incremento de la cifra que resultaría de establecer la diferencia entre el coste anterior y el presente o futuro. Los bancos que tienen recursos baratos se ven impulsados a prestar servicios gratuitos o por debajo de coste, a desarrollar campañas publicitarias que pueden carecer de sentido en otra situación, y a realizar toda una serie de pagos no compensados, cuyo coste en Estados Unidos ha sido estimado por Taggart y Spellman en un 40 ó 50 por 100 de la diferencia con los tipos de interés pasivos que hubieran tenido que pagar los bancos para competir con otros (15). Es actualmente una tendencia claramente establecida en otros países —que ya se ha iniciado en España, aunque está todavía lejos de su generalización— el cobro de los servicios prestados por los bancos que, o no se cobraban, o estaban compensados en cuantías muy inferiores a su coste. Una Banca que disfruta de dinero barato puede prestar servicios gratuitos a sus tenedores; una Banca que tiene que competir activamente por los fondos con otros intermediarios financieros y, sobre todo, con mercados monetarios que ofrecen rentabilidades atractivas, no puede permitirse este lujo.

Otro aspecto claro en que la evolución actual tiene que repercutir sobre la Banca es en la amplitud de la red bancaria. Lógicamente, este aspecto deberá producir efectos muy marcados en nuestro país porque fue también muy exagerada la tendencia a crear sucursales al amparo de los confortables márgenes que permitían equilibrar las cuentas de una nueva oficina con una cifra de pasivo muy baja respecto a otros países. El proceso sin duda se ha iniciado ya, pero también está muy lejos de llegar a los límites a que debe de conducir la mencionada evolución del coste del pasivo, con independencia de la que pueden tener otros costes bancarios.

Todas éstas no son sino consecuencias importantes de un hecho fundamental: la creciente sensibilización de los pasivos de la Banca a los tipos de interés. Es un proceso que en España se ha iniciado tarde, pero con gran fuerza. Y, sobre todo, es un proceso que en los próximos años continuará, originando una extensión de las técnicas de *cash-management* en las empresas, la consolidación de cuentas en cada institución bancaria y la mejora en los mecanismos de transferencia. Todos ellos son aspectos que confluyen en un mismo sentido: la sensibilidad creciente de los recursos al tipo de interés, que hará que la política del pasivo sea cada vez más decisiva dentro de la actividad bancaria.

La segunda de las características, la determinación de los tipos de interés del activo bancario sobre una base flotante, parece obvia en nuestro sistema financiero. Conviene señalar que ya antes de que los pasivos bancarios se sensibilizaran al tipo

de interés, la banca española había instrumentado tradicionalmente su crédito a medio plazo mediante activos a corto (generalmente letras), lo cual permitía el ajuste de tipos de interés. Pero, en los últimos años, el desarrollo del mecanismo a tipo flotante ha sido general. No podía ser de otra manera en una economía en que la inflación juega un papel tan acusado.

Ya hemos visto que el desarrollo de nuevos instrumentos financieros ha sido una característica de estos últimos años en la economía española. La reforma reciente ha podado ese amplio desarrollo y la primera impresión es que muy pocos activos soportarán la prueba del fuego de los coeficientes y se mantendrán a nivel relativamente importante.

La intensidad del déficit y las necesidades de su financiación parecen conducirnos a un mercado monetario con un casi monopolio de los pagarés del Tesoro, únicos pero cada vez más varios, ya que se trata de hacerlos cumplir funciones muy diferentes, algunas de las cuales no parecen nada adaptadas al instrumento. Detrás de toda esa variedad parece apuntarse la existencia de dos instrumentos diferenciables: un instrumento de financiación del déficit, que sería colocado entre el público, y también entre los bancos dentro de determinados tramos de su coeficiente, como en la actualidad; y un instrumento de control monetario, que hiciera posible drenar liquidez cuando fuera necesario y permitiera un juego ágil del mercado interbancario, evitando el desdichado problema del I.T.E. y salvando el problema de riesgo que afecta a muchas instituciones. No se trataría de volver simple-

mente a resucitar los CRM, porque éstos constituyeron un método de financiar el déficit con el coste a cargo de la cuenta de resultados del Banco de España; pero sí se trataría de que hubiera dos instrumentos distintos: uno apto para toda clase de tenedores, o impuesto dentro de ciertos límites (tramo de coeficiente) a los bancos; otro limitado a instituciones monetarias, y cuya emisión se realizaría simplemente en función de las necesidades de intervención en el mercado monetario y que serviría, al mismo tiempo, para facilitar el flujo de fondos en el mercado interbancario.

Naturalmente que hay una alternativa válida al sistema trazado: un mercado monetario de instrumentos unificados, donde los pagarés del Tesoro pudieran ser empleados para todas las finalidades. Pero ello tiene consecuencias negativas que hay que tener en cuenta. La unificación del instrumento y el drenaje adecuado de liquidez con fuerte déficit presupuestario llevarán necesariamente — cuando se agoten las posibles subidas de coeficientes — a un encarecimiento de la financiación. Si ese encarecimiento tiene lugar a través de un instrumento único, dos inconvenientes parecen apuntarse:

a) Aumento del coste de financiación del Estado sobre los 400.000 millones, aproximadamente, de pagarés actualmente mantenidos por el público.

b) Inevitable efecto de dicho aumento sobre toda la estructura de tipos de interés de los activos disponibles por el público y sobre el pasivo bancario.

Lo anterior no implica negar la conveniencia general del tratamiento del mercado moneta-

rio como una unidad, con un precio único del dinero, sólo diferenciado según las condiciones de riesgo, plazo, etc... de los instrumentos. La duda es si esa unificación del mercado resulta válida en un sistema donde el juego de los coeficientes establece unas condiciones ajenas al mercado para un 50 por 100 de los fondos recibidos por las principales instituciones financieras. La unificación de mercados, en estas condiciones, puede tener más inconvenientes que ventajas. Sólo se puede hacer a costa de un mal funcionamiento de los mercados monetarios y mediante una pseudo-diferenciación en los instrumentos emitidos — pagarés del Tesoro — según la finalidad que pretendan obtener. Este es el curso que hasta ahora han tomado los acontecimientos; el funcionamiento no es bueno y si ha podido sostenerse es porque todavía no se ha agotado el margen de subida de los coeficientes y las autoridades monetarias han recurrido a tal subida cuando el equilibrio monetario lo exigía. El problema es qué sucederá cuando tales aumentos estén agotados.

Naturalmente que se puede aducir que lo que está detrás de todas esas perturbaciones en el mercado monetario es un mismo hecho que, al tiempo, ha condicionado el ensanchamiento de los coeficientes: el elevado déficit público. Si, como parece casi inevitable, tal situación persiste, la pérdida del control monetario no podrá soslayarse a un cierto plazo. Las elevaciones de coeficientes, y quizá otros mecanismos coactivos, pueden salvar el control monetario en el año 1984, pero no se ve cómo podrá solucionarse el de 1985. Al lado de

esto, el problema del tipo de instrumentos monetarios a utilizar resulta secundario. Hay que suponer que la pérdida del control monetario no llevará al abandono de la lucha contra la inflación. El problema es si tiene sentido pretender mantener un instrumento único en un sistema financiero sometido al amplísimo mecanismo de los coeficientes y a otra serie de imposiciones, que en los próximos meses pueden multiplicarse. Por lo menos, cabe poner en duda la conveniencia de tal sistema cuando el Banco de España tenga que intervenir sistemáticamente drenando liquidez y los tipos de interés vuelvan a alcanzar niveles, por ejemplo, similares a los alcanzados en el pasado por los CRM.

Dejando aparte los pagarés del Tesoro, la introducción de los coeficientes es indudable que va a tener un impacto decisivo en la evolución de los activos monetarios desarrollados en los últimos años. Los datos existentes cuando se escriben estas líneas finales del artículo se limitan, para la mayor parte de ellos, a las cifras de febrero, poco más de un mes después de introducirse los coeficientes, por lo que solamente cabe hacer un examen inicial unido a unas consideraciones cualitativas y generales.

El instrumento que ha mostrado una caída más espectacular en los últimos meses son las letras avaladas: el impacto de los coeficientes es claro y se revela rápidamente a causa del rápido vencimiento de los activos anteriores. Los bonos bancarios y los títulos hipotecarios han seguido creciendo en los últimos meses y parece previsible que lo hagan en los inmediatos: los bonos porque exis-

ten cantidades pendientes de emisión aprobadas antes de la introducción de coeficientes; los títulos hipotecarios porque todavía parecen tener un atractivo para los clientes de las Cajas de Ahorros, instituciones interesadas en su colocación. El crecimiento de los primeros parece tener los días más contados que el de los segundos.

Los pagarés de empresa constituyen el activo más beneficiado por la introducción de coeficientes, al quedar excluidos de los mismos, salvo que vayan avalados. El sistema actual favorece la emisión de pagarés por parte de todas aquellas instituciones y empresas que estén en condiciones, por su calidad, de realizarlo. Tendrán que luchar con la alternativa de los pagarés del Tesoro, que indudablemente constituirán el escalón inferior del mercado en rentabilidad; con un cierto margen por encima de esa rentabilidad, hay inversionistas dispuestos a tomar activos como pagarés de RENFE, Telefónica o de un cierto número de grandes empresas.

Posiblemente tal número se irá extendiendo, si bien lentamente, dada la desconfianza del mercado en los datos financieros de las empresas, agudizada por la fluida situación empresarial derivada de la crisis. En todo caso, creemos que los pagarés de empresa encontrarán un hueco adecuado en el mercado, constituyendo una alternativa financiera importante al crédito bancario, que sólo podrá ser utilizada por un reducido grupo de empresas y entidades, cuyo número se irá extendiendo.

Un instrumento que también muestra una creciente importancia es la cesión temporal de

pagarés del Tesoro y, en menor medida, de otros activos. Los datos recientes muestran un fuerte crecimiento cuya continuación cabe esperar en el futuro, satisfaciendo la necesidad de los colocadores de liquidez a corto plazo. El desarrollo de las técnicas de control de caja, que irán extendiéndose cada vez más, lógicamente irán creando una clientela cada vez más extendida en esta franja del mercado; pero, a corto plazo, la incertidumbre del sistema y sus mecanismos de financiar el déficit constituyen probablemente la principal fuente de demanda de estos activos muy líquidos.

Esta es la previsible evolución de los instrumentos monetarios existentes desde la perspectiva actual. Pero, como hemos señalado, el desarrollo de la innovación financiera es, en buena parte, el resultado de un proceso de reacción frente a la introducción de controles y limitaciones por las autoridades. Las modificaciones del sistema que han tenido lugar a caballo entre 1983 y 1984, están demasiado recientes, de forma que probablemente todavía no han tenido tiempo de generar todas las adaptaciones pertinentes; por no hablar de las que indudablemente se producirán tras la adopción de las medidas que ineludiblemente serán necesarias para seguir financiando el déficit, tema sobre el que volveremos más adelante. Antes, sin embargo, conviene hacer una rápida referencia a la participación de nuestro país en el proceso de interdependencia de los mercados monetarios internacionales.

España sigue manteniendo un espeso sistema de control de cambios, cuya tendencia a la liberalización —en la modesta

medida en que se ha producido— se ha referido a las operaciones corrientes más que a las de capital y, desde luego, no a los movimientos a corto plazo. La prohibición casi total de inversiones en divisas para personas y empresas, la exigencia de equilibrio de las posiciones de bancos y las limitaciones estrictas de las coberturas a plazo, no constituyen el medio más idóneo para la existencia de esa interrelación con otros mercados financieros, que es una de las características actuales de los mercados monetarios. En todo caso, hay elementos que favorecen tal interdependencia. En unas ocasiones, pese a la voluntad de las autoridades de cerrar ciertos canales de comunicación; en otras, fundamentalmente cuando la conexión se traduce en entrada de fondos, como al principio de 1984, porque el control de cambios está enfocado primordialmente a evitar salida de fondos, pero no actúa en sentido contrario. Por lo tanto, ni siquiera la rigurosidad del control de cambios español constituye un aislamiento de lo que sucede en los mercados internacionales, como ha quedado de relieve en ciertos períodos en que las autoridades han tratado de mantener altos los tipos de interés del dinero a corto plazo en función de las exigencias de la balanza de pagos y no del control monetario.

Por último, nos referiremos a la dependencia del mercado monetario respecto al déficit presupuestario, que es una característica general de principios de la presente década, si bien aparece con desigual intensidad según los países. Tal dependencia es, en España, marcada y claramente creciente, de forma que ha tenido efectos decisivos

sobre el sistema y parece inevitable que ejerza un influjo todavía mayor en el futuro.

Los dos últimos años han sido testigos de una expansión muy fuerte de la financiación mediante instrumentos a corto plazo, principalmente CRM. La desaparición de estos últimos y la concentración en los pagarés del Tesoro es una de las características de la evolución en el presente año: otra es el recurso a métodos coactivos, en forma de coeficientes, para drenar la liquidez necesaria. Conviene aclarar que tal recurso no es una novedad ligada a la sustitución de CRM por pagarés del Tesoro, sino que arranca del período anterior. Como hemos visto, la liberalización importante del mercado monetario español se produce a partir de 1977, dando lugar a un período en que el único elemento compulsivo es el coeficiente de caja, mantenido a niveles bastante razonables. A partir de 1982, y sobre todo en 1983, las necesidades de control monetario, en una economía con déficit público creciente, obligaron a recurrir a su modificación. La financiación del déficit de 1984 se planificó desde un principio sobre la base de una serie de aumentos de coeficientes, de los que todavía queda la posibilidad de incrementar el de caja, del 18 por 100 actual al 20 por 100 del máximo previsto; parece lógico que dicha posibilidad tenga que ser empleada en el curso del año, y quizá sea insuficiente, teniendo en cuenta que el déficit va a estar en el presente año cerca de medio billón por encima de lo programado. El sistema se ha transformado así en un sistema donde el mecanismo coactivo predomina de una forma abrumadora. La uni-

ficación de instrumentos en los pagarés del Tesoro ha venido a añadirse a esa corriente, al reducir el margen de actuación de las autoridades, que hasta ahora han podido defender su política de tipos de interés moderados para los pagarés sólo gracias a las elevaciones de coeficientes y otros métodos coactivos, que han liberado las presiones que se apuntaron en algunos momentos. Hay dudas de que ello pueda seguirse consiguiendo durante el presente año sin una pérdida del control monetario. Pero de lo que no puede haberlas es de que —si el déficit público continúa a alto nivel en 1985, como parece casi inevitable— no hay mecanismo de financiación ortodoxo disponible que pueda permitir cubrir las nuevas necesidades adicionales que se producirán el año próximo. La pérdida del control monetario parece inevitable.

En estas circunstancias, parece normal esperar una creciente preferencia del público por los activos líquidos, que agudice la tendencia en ese sentido ya existente, tanto en la economía española como en otras, a causa de la elevación y variabilidad de los tipos de interés. Por ello, la continuación del desarrollo del mercado del dinero, dentro de los límites permitidos por actuaciones coactivas probablemente crecientes, parece una consecuencia inevitable de la situación planteada. Las operaciones con pagarés del Tesoro seguirán teniendo una posición central en el mercado. Junto a ellos, los pagarés de empresa constituyen un activo con unos límites modestos, pero que puede jugar un papel relevante en la financiación de un número reducido de entidades. Las cesiones temporales con pacto de

recompra de ambos tipos de activos van a tener una importancia creciente en un mercado cuya preferencia por el corto plazo y los tipos ligados con el mercado va a aumentar. Junto a esos activos existentes, se pueden desarrollar otros que, o bien tratarán de salvar o eludir los controles existentes, o de satisfacer la creciente preferencia por activos muy líquidos a la que parece orientarse el sistema.

NOTAS

(*) De entre las ayudas recibidas, el autor quisiera agradecer expresamente la información y comentarios de Luis Angel Rojo y Pedro García Ferrero, a quienes en modo alguno puede considerarse responsables de los resultados.

(1) WOODWORTH, G. Walter, *The Money Market Management*, Harper & Row, New York, 1965, pág. 3.

(2) ROOSA, Robert V., *Federal Reserve Operations in the Money and Government Security Markets*, Federal Reserve Bank of New York, julio 1956, pág. 11.

(3) CHANDLER, Lester V., *The Monetary-Financial System*, Harper & Row, New York, 1979, págs. 2 y 8.

(4) ROJO, L. A., y PEREZ, J., *La Política Monetaria en España: Objetivos e Instrumentos*, Banco de España, Servicio de Estudios Económicos, Serie A, n.º 10/1977, página 9. Este trabajo se ha empleado como base del enfoque general y de la evolución en la primera parte de los años setenta.

(5) ROJO, L. A., y PEREZ, J., *op. cit.*, página 21.

(6) *Ibidem*, pág. 22.

(7) *Ibidem*, págs. 22 y 23.

(8) Se ha empleado, entre otras, como fuente de este periodo: Gonzalo GIL, *Sis-*

tema Financiero Español, Banco de España, Servicio de Estudios, Estudios Económicos, n.º 29/1982. También, E. ZURUTUZA y M. J. ORDUÑA, «El Mercado Monetario en España», *Información Comercial Española*, abril 1980. Para el periodo más reciente: ROJO, L. A., y ARIZTEGUI, J., «Financial Innovation and Monetary Policy in Spain», en *Financial Innovation and Monetary Policy*, publicado por el Banco de Pagos Internacionales, Basilea, marzo 1984.

(9) A lo largo del tiempo, el Banco de España fue abriendo el acceso a este mercado a nuevos agentes. En la época final, a los CRM tenían acceso, aparte de las entidades de depósito, las entidades de Crédito Oficial, Compañías de Seguros, Fondos de Inversión Mobiliaria, Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero y Organismos Internacionales.

(10) Al menos otros dos instrumentos financieros han determinado el desarrollo de mercados considerables: por una parte, el de activos computables en el coeficiente de inversión; por otra, el de obligaciones hipotecarias. Ambos desempeñan un papel marginal en la evolución del mercado de dinero, que es lo que aquí nos interesa, aunque en el caso de las obligaciones hipotecarias los ritmos de aumento han sido altos, y continúan siéndolo a principios de 1984, como señalaremos más adelante.

(11) SILBER, W. L., «The Process of Financial Innovation», *American Economic*

Review, Papers and Proceedings, mayo 1983, pág. 89.

(12) Véase, sobre el tema, Banco de Pagos Internacionales: *Financial Innovation and Monetary Policy*, Basilea, marzo 1984. De estudios contenidos en dicho volumen se han extraído algunas de las características generales de la evolución de los mercados monetarios en un contexto internacional.

(13) Una descripción detallada de los instrumentos desarrollados hasta principios de los años ochenta puede encontrarse en HESTER, D. D., «Innovations and Monetary Control», *Brooking Papers on Economic Activity*, 1/1981. Sobre los instrumentos más recientes, véase TATOM, J. A., «Money Market Deposit Accounts, Super-NOW and Monetary Policy», Federal Reserve Bank of St. Louis, vol. 65, n.º 3, marzo 1983, páginas 5-16.

(14) Véase, sobre el tema, LANDY, L., «Financial Innovation in Canada», Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, volumen 5, n.º 3, otoño 1980, págs. 1-8.

(15) TAGGART, Robert A., «Effects of Deposit Rate Ceilings: The Evidence of Massachusetts Savings Banks», *Journal of Money, Credit and Banking*, mayo 1978, páginas 139-157. SPELLMAN, Lewis J., «Deposit Ceilings and the Efficiency of Financial Intermediation», *Journal of Finance*, marzo 1980, págs. 129-136.