

LA LIBERALIZACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y EL DEFICIT PUBLICO

Javier ARIZTEGUI YANEZ

ESTE trabajo está destinado a exponer unos comentarios sobre las barreras que el déficit público ha levantado al proceso de liberalización del sistema financiero, enjuiciando la oportunidad de la reciente elevación de los recursos bloqueados por los coeficientes, y avanzando una opinión sobre la necesidad de mantener esta regulación en un futuro inmediato.

Es sabido que todo incremento del gasto público llama a una expansión equivalente de impuestos hoy o mañana. *Impuestos explícitos* hoy, si los gobiernos tienen la capacidad de implantarlos. *Impuestos implícitos* hoy, en forma de transferencias reales de renta suscitadas por la inflación generada por la subida en la base monetaria que ha financiado el déficit público. O, por último, *impuestos diferidos al mañana*, a través de la emisión de deuda y de su futura amortización.

Ahora bien, si las autoridades no incrementan sus impuestos explícitos, si el mercado no absorbe los títulos necesarios para diferir los gravámenes, y si el gobierno no desea adentrarse en un proceso inflacionario creciente, puede lograrse un *período de prórroga*, forzando a bancos y cajas a financiar el déficit público. Con ello, se establece un pseudoimpuesto que grava, en principio, los resultados de las entidades bancarias y, al mismo tiempo, se trasladan los gravámenes hacia el futuro.

Las consecuencias de esta intervención serán la disminución de los recursos financieros disponibles para el sector privado, la merma de eficiencia y vitalidad del sistema financiero y, en último término, la pérdida de flexibilidad del aparato productivo. Los límites de este período de prórroga vendrán marcados por la solvencia del sistema bancario.

Durante los ocho últimos años, se han ido recorriendo en nuestro país los distintos estadios de este camino. La economía ha vivido un intenso proceso inflacionario y ha asistido a una explosión del gasto y de la deuda pública (1). Se ha observado una subida de la presión fiscal. Y, por último, las entidades financieras han quedado sometidas a un conjunto de intervenciones tendentes a transformar la estructura de sus inversiones para dar cabida a los títulos emitidos por el sector público.

El sector privado ya ha acusado las consecuencias del incremento del gasto público, de las subidas de precios y del protagonismo de la deuda en los mercados financieros. Y las instituciones bancarias han visto cómo se erosionaban sus márgenes de intermediación y adquirirían protagonismo sus labores de comisionistas de instrumentos emitidos en los mercados monetarios.

Los límites de la prórroga empiezan a percibirse cuando se observa el tremendo crecimiento de la carga por intereses de

la deuda y se ven las dificultades presentes de las instituciones financieras.

Repasaremos, brevemente, la historia financiera más reciente de las administraciones públicas, tratando de destacar los elementos de coherencia que subyacen en esa evolución que, aparentemente, retrotrae a los mercados financieros a la década de los años sesenta.

* * *

Desde el año 1977, y hasta finales de 1982, las autoridades abordaron su financiación *apostando por la emisión de títulos a tipos de mercado*.

Una larga tradición de lentos descensos en los saldos vivos de la deuda pública, heredada de las épocas de expansión económica anteriores a 1975, había abierto un margen en las Carteras del sistema financiero y de las familias y empresas para ampliar sus tenencias de títulos públicos, sin necesidad de forzar su capacidad de absorción. El déficit no alcanzaba niveles espectaculares y, por último, salvo en períodos muy localizados en el tiempo, las autoridades monetarias no se plantearon como objetivo lograr una brusca caída de las tasas de inflación.

En estas circunstancias, durante los años 1977, 1978 y 1979, el sector público se financió a través del recurso al Banco de España, complementado con el lento renacer de la *deuda a medio plazo*, emitida a tipos de mercado, y la apelación del Tesoro al exterior.

En el año 1980 se produjo un cambio de énfasis en los mecanismos de emisión de deuda, como resultado del avance exponencial del gasto público, de

la adaptación de los mercados financieros a los procesos de inflación, y del mayor rigor impuesto por la política monetaria. Las autoridades optaron por contrarrestar el crecimiento del recurso de las administraciones públicas al Banco de España, emitiendo títulos a *muy corto plazo* a tipos de mercado. Y así, en los años 1980, 1981 y 1982 se asistió a una fase de intensa generación de deuda —bonos del Tesoro, certificados del Banco de España y certificados de regulación monetaria—, cuyos intereses se atendieron, básicamente, con cargo a las plusvalías generadas en la venta de reservas de divisas de la nación.

* * *

Durante el mes de diciembre del año 1982 y el primer semestre del año 1983 se puso fin a esta etapa y se inició el rápido resurgir de *otros esquemas de financiación basados en la colocación de la deuda por la vía de los «coeficientes»*.

En diciembre de 1982 se incrementó en un punto el coeficiente de caja. En abril de 1983 el nivel de los depósitos remunerados al 8 por 100, que los bancos y cajas de ahorros debían realizar en el Banco de España, se elevó un punto porcentual, situándose en el 4 por 100. En el transcurso del mes de julio de 1983 las autoridades aconsejaron a las entidades que paralizaran el proceso de emisión de activos líquidos sustitutivos de los depósitos. Y durante los meses de verano, a medida que los tipos de interés negociados en los mercados monetarios superaban niveles del 22 por 100, decidieron no aceptar los tipos de colocación de certificados de regulación monetaria resultantes de las subastas, aumentaron al

7,75 por 100 el coeficiente de caja, e iniciaron la negociación con el sistema bancario de una propuesta de modificación de los esquemas de coeficientes de caja, inversión y títulos públicos, que ha adquirido su plena vigencia a partir del año 1984.

Es importante analizar este punto de ruptura debido a la presencia de dos posturas enfrentadas. En las entidades financieras pesó, sin duda, una falta de credibilidad en la permanencia de la política monetaria, suscitada por la incompatibilidad de esta última con la expectativa de altos déficits públicos. Esta incredulidad alimentó un proceso de exigencia de mayores tipos de interés, capaces de mantener los niveles reales de retribución. Además estos tipos debían compensar del coste creciente de mantener recursos remunerados a tipos fijos por debajo del mercado, bloqueados por los coeficientes de caja, de depósitos obligatorios y de inversión. Debían cubrir a las entidades de las cuotas de riesgo de irse quedando con un solo cliente —con la capacidad de negociación que este *status* otorga y los peligros de insolvencia que conlleva—. Y, por último, debían ofrecer una rentabilidad que cubriera los costes de transformación de la estructura de inversiones de las entidades, y las pérdidas derivadas de la desaparición de una clientela tradicional que nutría su negocio de servicios y comisiones. En las autoridades pesó el temor evidente a realimentar el déficit por la vía de la carga por intereses.

Estos dos puntos de vista, legítimos y enfrentados, provocaron la ruptura que puso fin a las transformaciones voluntarias en las carteras de activos del siste-

ma financiero y del sector privado para dar entrada a la colocación obligada de títulos públicos, iniciándose el «período de prórroga» a que antes me he referido. En efecto, en enero de 1984 se elevó el coeficiente de caja hasta el 14 por 100, remunerando el 72 por 100 de los recursos retenidos a tipos muy próximos a los registrados en el mercado interbancario. En el verano se estableció el coeficiente de deuda a corto y medio plazo, que se ha cubierto con pagarés del Tesoro, segmentando este mercado entre un tramo libre y un tramo bloqueado, equivalente al 12 por 100 de los pasivos computables en el coeficiente de caja (2).

Finalizaremos estos comentarios deteniéndonos unos momentos a comentar la *necesidad* de estos cambios, las *consecuencias* de estas mutaciones y los *límites* de esta nueva —vieja conocida— vía de financiación.

* * *

Es obvio que era *necesario* proceder a ordenar los esquemas de coeficientes que, por su dispersión, distinto significado, diversa base jurídica y diferente rentabilidad introducían elementos distorsionantes en el funcionamiento del sistema financiero. Más sujeta a controversia está la necesidad de elevar sus niveles. Los que piensan que, por la vía de los tipos de interés, podían lograrse las transformaciones de las carteras de activos financieros del sistema bancario y del sector privado, afirman que estas subidas fueron innecesarias, y utilizan como argumento los enormes «excedentes de pagarés» actualmente poseídos por bancos y cajas, cercanos al billón de pesetas. Los

que entienden que las cuotas de riesgo implícitas en los tipos de interés pagados por el sector público eran enormes, opinan que la intervención se hacía necesaria, si quería evitarse que las finanzas públicas entrasen en el círculo vicioso de los deudores que, a medida que se agranda la carga de su deuda por la subida de las primas de riesgo y el acortamiento del plazo de vida de sus préstamos, se ven obligados a aceptar alzas en los tipos de interés de los fondos que precisan.

Nuestro juicio dependerá del modo de implantación de los coeficientes y del uso que se dé al período de prórroga logrado. Si el artificio se usa para anular las cuotas de riesgo implícitas en los tipos de interés aplicados por bancos y cajas al sector público, retribuyendo los activos retenidos por los coeficientes a tipos muy próximos a los «de mercado». Si se promueve la existencia de mercados no cautivos de deuda, aceptando la referencia de los precios negociados sin interferir los tipos de interés. Si la «prórroga» se utiliza para restablecer la coherencia entre los dos ámbitos de la política financiera —monetaria y de emisión—, impulsando un descenso del déficit y de la tasa esperada de inflación. Si se aprovechan los resultados de este esfuerzo para ampliar las colocaciones de deuda en segmentos más largos de los mercados financieros, incentivando el crecimiento del ahorro del sector privado, *demos por adecuado el arbitrio* que ha permitido ganar un período de tiempo preciso para realizar el ajuste, y que ha pospuesto la tentación de caer en un nuevo proceso inflacionario.

Planteada la intervención pú-

blica en estos términos y aceptada una política monetaria restrictiva, las consecuencias negativas no se derivan tanto de los esquemas de financiación como del propio déficit.

La desaparición de las cuotas de riesgo en los tipos de interés de los activos incluidos en los coeficientes suscita, no obstante, dos consecuencias importantes. La primera se centra en la falta de «internalización» de los costes del déficit público debida a la no contabilización en los registros públicos de una parte de la carga por intereses —aquella asociada a los riesgos y costes de transformación del activo de las entidades de depósito—. En la medida en que la sociedad y las autoridades no perciban esta falta de información y no la tengan presente, esta carencia tendrá un impacto negativo adicional en la asignación de recursos de la economía. La segunda versa sobre la rentabilidad obtenida por las entidades financieras y remite al último extremo que pretendía comentar en este trabajo: los límites de esta actuación.

En los momentos presentes, la retribución de los distintos coeficientes descansa sobre el rendimiento de los pagarés del Tesoro. En el mercado de pagarés se cruzan la demanda cautiva de las entidades, las preferencias de cartera de los particulares y la demanda excedente de las instituciones financieras, ya sea para sí mismas, ya sea para la cesión a los particulares mediante una actuación que se asemeja o se distingue de la intermediación clásica, dependiendo de la presión de la clientela sobre sus activos y del nivel de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios. Los tipos de interés registrados en

el mercado de pagarés se aproximarán a los precios negociados en los mercados de crédito a medida que se endurezca la política monetaria o aumente la demanda de financiación de la economía, y se alejarán de ellos, asimilándose a los tipos de los depósitos bancarios, según se eleven los niveles de coeficientes o remita la presión de la demanda de crédito. Pero, en general, tenderán a acercarse a los rendimientos de los pasivos bancarios, en la medida en que recogen la actuación del Estado en el mercado de ahorro financiero del público, en el que compete con las instituciones de crédito.

Esta «tierra de nadie» provocada por la segmentación originada por los coeficientes, este entrecruzamiento de fuerzas en el mercado de pagarés, hace que los precios cotizados sean una referencia potencialmente ambigua y peligrosa de los tipos de interés y, por tanto, de la rentabilidad requerida por las entidades. Presiones al alza de los tipos de interés pueden alentar procesos descontrolados de desintermediación e «innovación» sumamente peligrosos. Intentos artificiosos de descensos en los tipos pueden afectar a la solvencia de unas instituciones financieras con una capacidad de adaptación muy mermada por las dificultades operativas y los hábitos de conducta que ha creado una profusa intervención administrativa.

Surgen, así, los límites de esta intervención. Límites cuantitativos, porque los niveles actuales de financiación privilegiada permiten atender el 60-70 por 100 del déficit previsto. Por tanto, parece razonable propiciar que se mantengan los valores ya alcanzados, y los restantes recur-

sos se obtengan en los mercados internos y externos a más largo plazo, al amparo de descensos futuros de la tasa de inflación. Límites de gestión, ya que no conocemos, en toda su profundidad, las distorsiones generadas y, por ello, conviene ser extremadamente cuidadoso en la intervención del sistema bancario. Y límites temporales, por último, porque, una vez que se ha logrado la caída de los tipos de interés y se han abierto expectativas prometedoras en los mercados a más largo plazo, se ha cumplido la finalidad del artificio, y parece evidente que una permanencia dilatada de los niveles actuales de coeficientes o una eventual subida provocarán problemas sumamente complejos en los mercados financieros.

NOTAS

(1) En este trabajo se entiende por deuda pública —o deuda, simplemente— cualquier título a corto y medio plazo emitido por las administraciones públicas y el Banco de España.

(2) Después de estar escritas estas líneas, el Real Decreto 215/1985, de 20 de febrero, ha fijado el nivel del coeficiente en el 11 por 100.