

DEFICIT PUBLICO Y ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO

Juan José TORIBIO DAVILA

JUNTO a los problemas que plantean las causas, medición, tendencias y efectos del déficit público, existen otros sobre los que aún hay poca experiencia, pero que se intuye habrán de tener una importancia decisiva en el futuro de la economía española.

Nos referimos, por supuesto, al impacto del déficit público en la configuración estructural del sistema financiero español: se trata de un aspecto suficientemente vidrioso como para justificar todavía un análisis adicional, y de tanta enjundia objetiva como para aplicar, sin inmodestia, a esta vertiente del déficit público el consabido estribillo de *last but not least*.

Aunque el problema bien merece una discusión más amplia de la que podemos suscitar aquí y ahora, pueden inventariarse, al menos, cuatro líneas de distorsión introducidas, durante los últimos años, en el sistema financiero español como consecuencia de la necesidad de financiar, al coste más bajo posible, el desequilibrio presupuestario del sector público. Cada una de ellas podría dar lugar, hoy, a una tesis doctoral en el campo de la *estructura* económica, pero los acontecimientos parecen discurrir a tal velocidad que quizá antes de finalizar la investigación el candidato podría también optar por doctorarse en la especialidad de *historia* financiera.

He aquí el inventario:

1. En primer lugar, el déficit público ha contribuido decisivamente a frustrar afanes de innovación que, en el último lustro, tendieron a diversificar el desolado panorama financiero español, mediante la generación de nuevos productos y nuevos mercados. En efecto, desde 1980 el sector financiero español llevó a cabo un notable esfuerzo imaginativo, que dio lugar a una contratación creciente de instrumentos ya existentes en otros países pero inéditos en el nuestro: letras y aceptaciones, pagarés de empresa (*commercial paper*), pagarés bancarios, cédulas y bonos hipotecarios, bonos cupón-cero y a interés variable, operaciones con pacto de recompra, participaciones en fondos mutuos especializados en instrumentos del mercado monetario, etcétera.

Todo ello constituye, quizá, la experiencia más apasionante de la historia financiera contemporánea, aunque, por desgracia, lleva camino de convertirse —para la mayoría de esos mercados— en un episodio efímero.

En efecto, ya a mediados de 1983 las evidentes dificultades para colocar entre el público el volumen de pagarés del Tesoro que la financiación del déficit requería impulsó a la autoridad monetaria a eliminar cualquier competencia con los pasivos financieros del Estado. A indicación de las autoridades, las instituciones financieras hubieron de abstenerse de colocar determinados tipos de activos cuasi-

monetarios (letras, pagarés, etcétera). Como razón formal se invocó la necesidad de limitar el crecimiento de la liquidez por razones de política monetaria. Nótese, sin embargo, que esos instrumentos se contratan con libertad en muchos países financieramente desarrollados, sin que ello parezca complicar la tarea de las autoridades, ni impedir un control de otros agregados monetarios, suficiente, en sí mismo, para reducir la tasa de inflación. Adviértase, también, que —en última instancia— no existiría una necesidad tan imperiosa de limitar el crecimiento de los activos cuasi-liquidos si no fuera por la presión excesiva que el déficit público impone sobre la base monetaria.

Desde finales de 1983, y a lo largo de 1984, las necesidades de financiación del déficit público propiciaron, además, un nuevo esquema de coeficientes legales en las entidades de crédito, que no sólo incrementó significativamente los porcentajes de inversión obligatoria, sino que introdujo en la base de cómputo a la mayoría de estos nuevos productos y extendió su aplicación a otras instituciones emisoras o colocadoras de los mismos, como las sociedades de crédito hipotecario y las SMMD. Ello supuso una nueva penalización —en algunos casos, decisiva— para la capacidad innovadora del sistema financiero español y su homologación con el de otros países industrializados.

La reducida actividad que todavía subsiste en algunos de los nuevos mercados puede ser definitivamente imposibilitada por la Ley sobre «Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros». La Ley otorga una exen-

ción tributaria de hecho a los pagarés del Tesoro, situándolos en una posición competitiva tan favorable que previsiblemente supondrá la expulsión de los restantes instrumentos financieros a corto plazo emitidos por el sector privado.

Entre otros efectos adicionales, es de esperar que los Fondos de Dinero, recientemente regulados, pierdan también gran parte de su atractivo para el ahorro, al convertirse en simples fondos para la suscripción colectiva de pagarés del Tesoro.

El retorno a un sistema tan intervenido, sin opción para otras iniciativas de innovación que las procedentes del sector público, puede afectarnos a todos. El ahorrador verá disminuidas sus oportunidades de colocación de recursos líquidos; el inversor dispondrá de menos canales de financiación y el sistema financiero resultará institucionalmente empobrecido, sin el dinamismo creador que la incipiente libertad había comenzado a impulsar.

2. Un segundo grupo de distorsiones —no menos importantes que las anteriores— procede del impacto que el déficit público español ha tenido en la estructura del sistema crediticio y, en particular, en la configuración del sistema bancario.

Como se recordará, a mediados de 1977 se inició un proceso, gradual pero decidido, de liberalización del mercado del crédito, proceso que, entre otras medidas, incluía una reducción progresiva de los fondos cautivos de la banca, para que ésta pudiera asignar una proporción mayor de sus recursos en condiciones de mercado.

Sorprendentemente, y a pesar de la buena voluntad del le-

gislador, durante el período de la pretendida «liberalización» (1977-83) se *incrementó* el volumen total de colocaciones obligatorias del sistema bancario desde el 30,5 al 32,75 por 100 de los recursos computables. La reducción inicial del coeficiente de inversión fue desacelerada primero, detenida después y siempre más que compensada por la obligación de constituir depósitos crecientes en el Banco de España o de llevar a cabo otras inversiones preferenciales. En los momentos actuales los recursos obligatorios invertidos por la banca se elevan al 51,5 por 100 de los pasivos computables.

Esta nueva frustración de un empeño liberalizador no se debe a la voluntad explícita de las autoridades monetarias (que, por el contrario, continuaron, en todo momento, manifestándose favorables a la libertad operativa de los bancos) sino al fuerte incremento experimentado, durante el mismo período, por el déficit público. En efecto, si en 1977 la necesidad de financiación del sector público apenas representaba —en términos de Contabilidad Nacional— el 0,6 por 100 del PIB, en 1983 se había elevado hasta el 6 por 100. El paralelismo entre la tendencia expansiva del déficit y los retrocesos del proceso liberalizador no obedece a una mera correlación estadística, sino a una obvia relación de causalidad.

A lo largo del mismo lustro, se declaró en España la mayor crisis bancaria de la historia contemporánea. Un total de 51 bancos hubieron de ser saneados, absorbidos, disueltos o reconvertidos a través de una actuación decidida de las autoridades monetarias, que logró evitar lo que, de otra forma, podría haber degenerado en una pérdida

total de confianza hacia las instituciones de depósito.

Como consecuencia, ha aumentado notablemente el grado de concentración del sector, pues si en 1977 los siete grandes bancos intermediaban el 70 por 100 de los recursos, en los momentos actuales concentran el 85 por 100 de los mismos.

Quede para los historiadores analizar la etiología de esta fuerte convulsión en el sistema bancario, que obedeció, sin duda, a una multiplicidad de causas. Pero es preciso dejar también constancia de que, en ausencia de fondos cautivos a tipos privilegiados, la banca española podría haber reducido en 4 puntos la tasa de interés activa, sin merma de rentabilidad, o —alternativamente— los resultados consolidados del sector bancario podrían haberse triplicado durante el mismo período. En dichas condiciones, la crisis del sistema habría sido —como mínimo— más suave, más pausada, más manejable y menos convulsa.

Al término de la misma, disponemos de un sistema bancario institucionalmente empobrecido con respecto a etapas anteriores y con unos activos indebidamente concentrados en un cliente especial —el sector público— que distorsiona los flujos de crédito, dificulta la planificación de operaciones y condiciona fuertemente los resultados.

Puede discutirse —por supuesto— cuál es la estructura del sistema bancario más deseable y si el sistema actual optimiza los resultados desde un punto de vista social (opinión a la que muchos no nos adherimos), pero resulta significativo que nadie, en los ámbitos de información económica, haya propugnado co-

CUADRO N.º 1

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

CONCEPTO	PORCENTAJE SOBRE TOTAL PASIVO REMUNERADO						% VARIACION DE LOS VALORES ABSOLUTOS ENTRE 1982 Y 1983		
	AÑO 1982			1983			Privada	Pública	Total
	Privada	Pública	Total	Privada	Pública	Total			
Patrimonio neto	48,5	38,1	43,6	50,9	38,7	45,3	34,6	21,7	29,3
Recursos ajenos a medio y largo plazo	38,6	49,5	43,7	37,4	47,7	42,2	24,8	15,6	19,8
Obligaciones y bonos	9,8	8,8	9,3	8,7	7,6	8,2	13,5	3,7	9,1
Bancarios	24,5	32,3	28,2	25,6	32,8	28,9	34,6	21,6	27,5
Otros	4,3	8,4	6,2	3,1	7,3	5,1	- 5,5	4,7	1,1
Financiación bancaria a corto plazo	12,9	12,4	12,7	11,7	13,6	12,5	16,1	31,6	23,3
Préstamos a corto de entidades de crédito	12,9	12,4	12,7	11,7	13,6	12,5	16,1	31,6	23,3
Efectos comerciales descontados	5,6	1,9	3,9	5,0	1,9	3,5	14,3	20,0	15,7
Pasivo remunerado	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	28,4	19,9	24,4

mo meta la estructura bancaria que hoy existe en España. Dicha estructura parece, más bien, el producto no deseado de unos episodios, a los que la financiación del déficit público no es totalmente ajena, y que podrían —al menos— haberse desarrollado de otra forma con un presupuesto público más equilibrado.

3. En tercer lugar, cabe señalar algunos efectos del déficit público en la estructura financiera de las empresas españolas, aunque, quizá, la insistencia en este aspecto deba ser menor, puesto que no constituye sino la consecuencia lógica del proceso de expulsión.

Es sabido que al iniciarse la crisis económica las empresas españolas mantenían, como promedio, una estructura financiera desequilibrada, en la que —de acuerdo con los pocos datos entonces disponibles— los recursos propios apenas suponían el 35 por 100 de su pasivo total, proporción sólo superior a la registrada por las empresas japonesas, aunque la peculiar estructura de estas últimas apenas per-

mitía que pudieran tomarse como punto de referencia.

El efecto-expulsión del sector público se manifestó vía incremento de los tipos de interés reales, que (para créditos libres al sector privado) eran todavía negativos en 1977, pero que llegaron a alcanzar más de seis puntos positivos en la segunda mitad de 1983, tras elevaciones sucesivas y constantes.

En consecuencia, la carga de costes financieros, agravada por la necesidad de obtener nuevos préstamos para cubrir los déficit de explotación, experimentó un fuerte incremento, estimulando, a su vez, una reducción en la relación deuda/capital de las empresas. Al término de 1983, el promedio de las empresas subsistentes en el sistema productivo español presentaban una configuración financiera muy distinta a la vigente seis años antes, con una proporción sensiblemente mayor de recursos propios.

Así, por una aparente paradoja, el déficit público parecería

haber ejercido un efecto favorable sobre la estructura financiera de las empresas españolas, cuyas estadísticas reflejan hoy una posición similar a las de sus competidores en otros países de la OCDE. Sin embargo, tal conclusión superficial encierra una dosis importante de puerilidad, por varias razones evidentes.

En primer lugar, el universo del que emanan las estadísticas de 1983 no es el mismo que el analizado seis años antes. En este período de tiempo, muchas empresas han desaparecido, ante la imposibilidad de llevar a cabo el ajuste financiero correspondiente.

En segundo término, puede afirmarse que la reconversión financiera de las empresas españolas habría tenido lugar, de cualquier forma, a raíz de la liberalización de los tipos de interés, pero éstos no habrían alcanzado —en ausencia del déficit público— niveles reales tan altos ni a ritmo tan acelerado. El déficit vino a añadir un componente inesperado de elevación de los costes financieros y, por

esa vía, transformó en crisis aguda lo que, de otra forma, habría sido un proceso gradual y ordenado.

Ha sido tal la velocidad inducida en el proceso de reconversión financiera, que, una vez finalizado, parecemos encontrarlos en situación de vía muerta. Muchas empresas no desean incurrir en nuevos endeudamientos, aunque ello les suponga, con frecuencia, renunciar a posibles proyectos de inversión. De ahí, en parte, la paralización experimentada por la demanda de crédito desde el primer trimestre de 1984 y el desconcertante panorama que ofrecen hoy los mercados financieros españoles. En materia financiera, como en cualquier otra vertiente de la economía, los fenómenos sincopados suponen costes sociales superiores a las ventajas que aportan.

4. En cuarto lugar, parece oportuno indicar brevemente los efectos distorsionadores del déficit público sobre el mercado de valores, casi todos ellos asociados a los fenómenos hasta aquí descritos.

Así, la práctica desaparición de los nuevos productos financieros generados a partir de 1980 (letras, pagarés, cédulas, etc.) ha afectado negativamente a las bolsas españolas, en las que las transacciones de dichos activos habían llegado a alcanzar un 50 por 100 de la contratación total, es decir, un volumen equivalente al de las operaciones tradicionales con valores de renta variable. El reflujó actual implica que, en el curso de muy pocos años, las bolsas de valores han experimentado un movimiento pendular de gran intensidad, sin tiempo suficiente para que las

estructuras del mercado consolidaran su situación.

Por otra parte, el cambio estructural provocado en el sistema bancario habrá de tener reflejo en el mercado de valores, donde el sector representa un 33 por 100 de la capitalización total y un porcentaje muy significativo de las transacciones anuales en partes representativas de capital de riesgo.

Finalmente, cabe advertir que, como contrapartida a las excesivas oscilaciones de tipos de interés provocadas por el déficit público, el mercado de valores ha registrado, en sus cotizaciones, un ciclo (de signo inverso a la variación de tasas de interés) que no corresponde a las variaciones de la actividad económica, y desfigura, por tanto, la realidad subyacente. En consecuencia, no puede admitirse como válido para el período 77-83 el adagio clásico que atribuye a la bolsa el papel de «reflejo de la economía» o, al menos, no puede admitirse en su significado más inmediato.

Sería —en resumen— deseable que el sistema español recobrase, cuanto antes, el sosiego necesario para consolidar sus estructuras y desempeñar con eficacia la función intermediadora que justifica su existencia. Los mercados financieros eficientes se caracterizan, ante todo, por una normalidad institucional, ausencia de convulsiones, tranquilidad operativa y horizonte de confianza. Todo ello resulta decisivamente alterado por el desequilibrio permanente de quien — como el sector público — constituye uno de sus principales protagonistas.