

# LA POLITICA MONETARIA Y LA EVOLUCION RECIENTE DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

Siguiendo la bien conocida máxima deductivista de avanzar desde lo general a lo particular, este artículo de **Carlos Cuervo-Arango** y **José A. Trujillo** se estructura en dos partes bien diferenciadas. En la primera, más general, se pasa revista a los factores básicos que han incidido en la configuración actual de nuestro sistema financiero, para concentrarse enseguida en el análisis más detallado de la evolución reciente de dos problemas especialmente importantes: el control monetario y las dificultades estructurales existentes para su instrumentación, y la financiación del déficit mantenido por las administraciones públicas. El objetivo es hacer ver que ambos problemas están profundamente relacionados y que son las tensiones derivadas de su ajuste mutuo las que han determinado en los últimos años, y determinan hoy, buena parte de los principales desarrollos del sistema.

En la segunda parte del trabajo se cambia por completo el tono de la discusión, para concentrarse en el seguimiento detallado de los flujos financieros de la economía española en los últimos años, expresión en buena medida de las tensiones señaladas. Como se tiene ocasión de comprobar, a través de la evolución de los flujos financieros puede obtenerse una visión razonablemente completa de los importantes cambios que han sufrido los mercados que componen nuestro sistema financiero.

## I. SOBRE LOS PROBLEMAS ACTUALES DE LA POLITICA MONETARIA

**Y** A es un lugar común afirmar que nuestro sistema financiero ha sufrido una profundísima transformación en el último decenio. Una transformación, por otra parte, a la que tampoco han sido ajenos el resto de los países occidentales, aunque en nuestro caso el cambio haya sido más radical, dado que nuestro sistema financiero se encontraba, todavía a media-

dos de los años setenta, en una situación de gran intervencionismo y subdesarrollo.

Las piezas fundamentales del cambio que ha hecho de nuestro conglomerado de activos, intermediarios y mercados un sistema financiero moderno fueron puestas ya hace varios años. Sin embargo, puede decirse que todavía asistimos a transformaciones importantes, y lo ocurrido en los tres últimos años es buena prueba de ello.

Las claves que permiten interpretar el núcleo fundamental de los cambios ocurridos en nues-

tro sistema financiero pueden resumirse en las siguientes, sin que el orden de exposición presuponga el de importancia.

En primer lugar, el déficit del sector público, pues su componente no producido por la carga de la deuda tiene un nivel muy elevado en términos del PIB y parece instalado en nuestra economía con carácter permanente. Este hecho, junto con la política monetaria antiinflacionista desarrollada, ha provocado un crecimiento vertiginoso de las necesidades de financiación del Tesoro en los últimos años, cuyas consecuencias sobre nuestro sistema financiero han sido de primera magnitud. En particular, este problema ha afectado de manera sustantiva al control monetario, tanto en su estructura como en su instrumentación.

En segundo lugar, la inflación, pues la resistencia a disminuir que presenta el diferencial con los países desarrollados condiciona la política monetaria y ha exigido disponer de mecanismos eficientes de control.

En tercer lugar, la permanente amenaza de crisis en las instituciones de crédito. Este problema ha exigido continuar el desarrollo de las normas de solvencia, garantía y control. En este apartado cabe citar el nuevo coeficiente de recursos propios y la normativa de provisiones, en especial las de riesgo-país. Por su parte, los Fondos de Garantía de Depósitos, que también cabrían en este capítulo, han sufrido pocos cambios.

En cuarto lugar, la inevitable corriente liberalizadora e innovadora, impuesta no sólo por el despertar de la conciencia financiera, desatada por los perjuicios que supuso un sistema anquilosado en el contexto de la inesta-

bilidad e incertidumbre de la última década, sino también por nuestra incorporación política y económica al conjunto de países desarrollados y, en particular, a la CEE. Dentro de este capítulo merece especial mención el proceso de desaparición del coeficiente de inversiones obligatorias, exceptuando el de deuda pública.

Naturalmente, las claves citadas son todas ellas interdependientes y, por tanto, también lo son en muchos casos las consecuencias que han tenido y tienen sobre nuestro sistema financiero. En particular, es especialmente notoria la interdependencia entre los problemas derivados del déficit público y del control de la inflación o, si se quiere, entre la financiación del déficit y el control monetario. Este problema es el que abordaremos en la primera parte de este trabajo.

## **1. La política monetaria**

Existen límites a la independencia entre la política fiscal, entendida como la decisión sobre el tamaño del déficit público no financiero, y la política monetaria, entendida como la decisión sobre cómo financiar el déficit y, en particular, qué parte de éste monetizar. En efecto, la restricción presupuestaria del ente consolidado Tesoro-Banco de España establece un vínculo entre la política fiscal y la monetaria que, considerando un horizonte temporal, puede hacer inviable la combinación elegida de políticas (1). Los límites a la independencia de cada decisión se estrechan cuanto mayor sea el déficit, cuanto más dura sea la política antiinflacionista, cuanto menor sea el crecimiento real de

la economía y cuanto mayores sean los tipos de interés reales.

Pero, además de este conflicto básico e inevitable entre déficit e inflación, existe en nuestro país todo un conjunto de problemas que surgen de la particular forma elegida de instrumentar la política monetaria, tanto en su vertiente de financiación del déficit como en la del control monetario. En los últimos tres años las autoridades económicas han confundido en exceso los mecanismos de control monetario y de financiación del déficit, lo cual, entre otras cosas, ha dificultado la instrumentación de ambos.

## **2. Cambios ocurridos desde 1984**

Los cambios ocurridos en la instrumentación de la política monetaria desde 1984 pueden resumirse en: la nueva configuración del coeficiente de caja, la sustitución de las disponibilidades líquidas como objetivo de control por los activos líquidos en manos del público, la desaparición de los certificados de regulación monetaria, el establecimiento del coeficiente de pagarés del Tesoro y el nuevo régimen fiscal de determinados activos financieros.

Aun cuando en la segunda parte de este trabajo intentaremos seguir la pista de las importantísimas transformaciones de los flujos financieros a que han dado lugar estos cambios, es imposible llevar a cabo una valoración o, siquiera, una simple exposición de las causas que motivaron los mismos y sus consecuencias, separando los aspectos relativos al control monetario de los referidos a la financiación del déficit, pues, como ya

se ha dicho más arriba, la confusión de estos dos problemas ha sido una característica determinante de su desarrollo.

Los cambios mencionados ocurren en un reducido período de tiempo, que comienza en el último trimestre de 1983 y concluye en la primera mitad de 1984, excepto la ley que regula la fiscalidad de los activos financieros, que se promulga en mayo de 1985. El objetivo es recuperar el control monetario, perdido durante 1983, y reorganizar la financiación del déficit público utilizando los nuevos mecanismos de control monetario.

El coeficiente de caja absorbió al de depósitos obligatorios (4 por 100) y se elevó desde el 7,75 por 100 al 18 por 100, pasando a retribuirse 13 puntos a tipo de mercado. Esta configuración se aplicó por igual a bancos y cajas. Mientras tanto, a las cooperativas de crédito, anteriormente también sujetas al coeficiente, pasó a aplicárseles exclusivamente un coeficiente de 13 puntos remunerados. Simultáneamente, el coeficiente se extiende a todo un conjunto de entidades antes no sujetas: sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación, sociedades mediadoras del mercado de dinero y juntas sindicales reconocidas. También en estos casos se aplicó sólo la parte retribuida.

Con posterioridad, el coeficiente ha ido sufriendo modificaciones hasta adoptar su actual estructura: un tramo de 2,5 por 100 puntos no retribuidos y 16,5 puntos retribuidos. La retribución ha ido ajustándose a la baja a medida que lo han hecho los tipos del mercado de los pagarés del Tesoro.

Paralelamente al aumento del nivel y extensión del coeficiente, éste amplió su base de aplicación, pasando a ser computables, junto con los depósitos, todos los activos monetarios emitidos por las entidades, las cesiones temporales a terceros de títulos públicos y privados, excepto pagarés del Tesoro, y los efectos avalados. Todos estos pasivos computables, junto con el efectivo y los pagarés de Tesoro en manos del público, pasaron a formar la variable activos líquidos en manos del público, ALP, actual objetivo intermedio del control monetario.

Por su parte, los certificados de regulación monetaria desaparecieron durante el primer trimestre de 1984 y su función pasó a ser cumplida por los depósitos derivados del coeficiente de caja, así como por los pagarés del Tesoro, también objeto, a su vez, de un coeficiente específico.

### 3. Los problemas del control monetario

Una premisa para que pueda llevarse a cabo el control de un agregado monetario es que guarde una relación predecible con la variable instrumental. Por otra parte, el control del agregado tiene sentido si guarda una relación predecible con el objetivo último. En nuestro país, por el contrario, los últimos años se han caracterizado por una fuerte inestabilidad de la relación existente entre activos de caja del sistema y el agregado monetario que en cada momento ha sido objeto de control por parte del Banco de España. Y, de hecho, tal inestabilidad de la relación entre ambas variables se ha traducido en impredecibilidad, lo

que ha dado lugar a numerosos episodios de descontrol monetario.

Las razones de tal inestabilidad hay que buscarlas, en parte, en el permanente conflicto entre el control financiero-fiscal y la capacidad innovadora del mercado. Tanto las instituciones financieras, en cuanto que oferentes de activos, como el público en general, en cuanto que demandante de activos, han ido, e irán siempre, un paso por delante de la regulación financiera a la hora de instrumentar sus contratos en activos no sujetos a coeficientes legales. Naturalmente, este fenómeno no ha hecho sino generar episodios, más o menos frecuentes, de inestabilidad del agregado sujeto a coeficiente en relación al instrumento de control.

La pérdida del control del agregado monetario, resultado de la difícil predecibilidad del multiplicador de los activos de caja, ha dado lugar a dos tipos de reacciones.

A corto plazo, la política de control del agregado se ha sustituido por la manipulación del tipo de interés a corto. Este hecho es explícitamente reconocido por el Banco de España, que afirma en su *Boletín Económico* de noviembre de 1986 (2) que los desplazamientos de la demanda de activos líquidos hicieron frecuente «... de forma general, la práctica de una política más tendente a conseguir una evolución ordenada (*sic*) de los tipos de interés en los mercados monetarios que a intentar mantener objetivos estrictos de cantidades».

A medio plazo, la controlabilidad del agregado se ha intentado recuperar mediante su ampliación, incluyendo, en la medida de lo posible, todos aquellos

activos hacia los que se había desplazado el mercado.

Las consecuencias de esta doble política son importantes. Puede afirmarse que en ambos casos, manipulando los tipos de interés y ampliando el agregado de control, la autoridad monetaria adopta una política más activista. Una vez más es el propio Banco de España quien mejor ilustra la intencionalidad de su política monetaria en el corto plazo. «En los primeros meses del año (1986) la política monetaria fue poco restrictiva... Después de esta actuación estuvieron el carácter transitorio de la mayor demanda de activos líquidos ... y un deseo de las autoridades de seguir favoreciendo un descenso de los tipos de interés nominales, en un momento en que la demanda interna daba muestras de reactivación» (3).

Sin embargo, la lección más importante de la inestabilidad de las economías occidentales durante los últimos años quizá haya sido despojar a la política monetaria de su papel activista, mientras que ha pasado a valorarse cada vez más el beneficio de una política sostenida, explícita y anunciada. Sin embargo, cada vez que el descontrol monetario — quizá por intentar controlar lo incontrolable — provoca la sustitución del objetivo anunciado de cantidades por el de la manipulación de los tipos, se toma el camino contrario: la política monetaria deja de tener un objetivo explícito y su interacción con las decisiones de los agentes privados, situados entonces en un entorno más incierto, pasa a ser un foco de inestabilidad.

Este punto es importante. La crítica fundamental a la política económica activista no es la que

se hace desde algunas posiciones políticas liberales que rechazan la intromisión pública en la esfera de lo privado. La crítica devastadora, y exenta de contenido ideológico, proviene de quienes afirman que, en la mayoría de los casos, la intervención pública se hace desconociendo, en buena medida, sus consecuencias. Aún más, en ciertas situaciones y en el particular caso de la política monetaria, el activismo puede ser una fuente importante de incertidumbre, que distorsiona innecesariamente la asignación de los recursos de los agentes privados.

La instrumentación de las políticas a dos niveles, esto es, definiendo objetivos intermedios, está fundamentada no sólo en la dificultad de realizar un seguimiento continuo de la evolución del objetivo último, por ejemplo, la producción, el empleo o la tasa de inflación, sino, fundamentalmente, en que la relación entre instrumentos y objetivos últimos es terriblemente incierta. Este hecho reclama abandonar la política activista en favor de aquella que tiene como objetivo fundamental ofrecer un marco para las decisiones privadas sin incertidumbre artificial. Pues, por el contrario, lo que acaba constituyéndose en verdadero objetivo de la política monetaria es el control de la variable intermedia, cualquiera que sea ésta, y su consecución, prueba del éxito y corrección de la política elegida.

Los problemas que enfrenta el control monetario en España no son exclusivos de nuestro país, ni tampoco lo es la tendencia al abandono de las políticas estables de control monetario en favor de posturas más activistas. En un reciente artículo, el gober-

nador del Banco de Inglaterra opina que, dadas las dificultades que el control monetario ha presentado en el último quinquenio, debe abandonarse la política a dos niveles basada en el control de agregados monetarios amplios para controlar la inflación. Dado que puede considerarse alcanzado con éxito el objetivo antiinflacionista, mientras que se ha errado frecuentemente en el control de la variable intermedia, el gobernador considera que, aun perdiéndose los beneficios que supone la disciplina monetaria para la autoridad y para los mercados financieros, las reglas monetarias deben ser abandonadas en favor de la persecución directa del objetivo último (4).

Volviendo a las consecuencias que ha tenido en los últimos años la frecuente incontrolabilidad del agregado monetario sobre su ampliación, son precisos varios comentarios. En primer lugar, parece una batalla perdida por la autoridad monetaria intentar controlar el crecimiento de todo activo en manos del público. Como tendremos ocasión de discutir en detalle en la segunda parte del trabajo, primero fueron los certificados de depósito y los pagarés bancarios; posteriormente fueron los bonos bancarios, los títulos hipotecarios y los pagarés del Tesoro; actualmente los pagarés de empresa; más adelante será algún otro activo, cuya liquidez, por otra parte, terminará siendo un hecho, necesariamente.

En segundo lugar, aceptemos que la inflación tiene que ver con el crecimiento de un agregado más amplio que el *stock* de medios de pago. Ahora bien, de ahí a tratar de manera equivalente, desde el punto de vista del control monetario y, por tanto, de la inflación, por ejemplo, el efecti-

vo y los bonos de Tesorería en manos del público, hay un largo recorrido. En la actualidad, los activos líquidos en manos del público representan, aproximadamente, el 80 por 100 de los activos financieros del sector y, de hecho, a todos los activos que componen el agregado se les asigna un mismo papel en la generación de inflación.

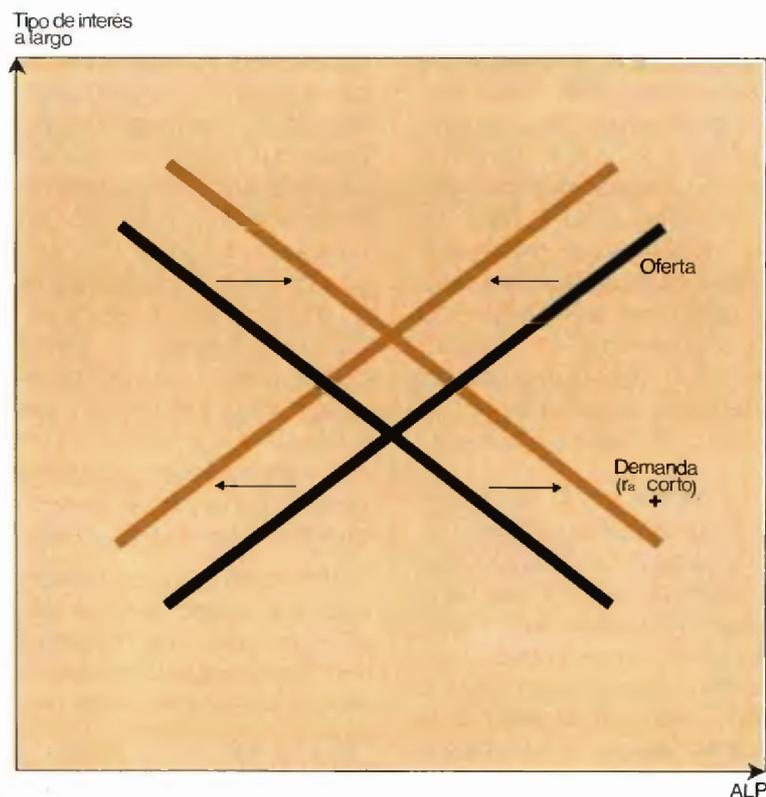
En última instancia, la inflación es causada por el crecimiento de los medios de pago, aunque también juega un papel importante la liquidez de los medios de crédito, es decir, la facilidad con que éstos se transforman en medios de pago. La liquidez de los instrumentos de crédito imprime una mayor velocidad de circulación a los medios de pago; sin embargo, no puede considerarse que todos y cada uno de los activos que componen la gama de los llamados líquidos disfrutan de esta cualidad con la misma intensidad, por lo que deberían ser tratados de forma distinta por la política antiinflacionista.

Esta realidad conduciría a tratar de evaluar la incidencia de estos instrumentos sobre la velocidad de circulación de los medios de pago. Su inclusión, sin más, en el agregado objeto de control no resuelve el problema más que a corto plazo, hasta que el sistema genera nuevos activos líquidos no incluidos en el agregado; y tiene el grave inconveniente de mezclar el control monetario con objetivos que no deberían constituir el centro de su actividad. Esta capacidad de innovación de nuestro sistema financiero es una constante en los últimos años y ha dado lugar a los dramáticos desplazamientos de los flujos financieros que documentaremos más adelante.

En tercer lugar, cabe preguntarse si, enfrentados a la inestabilidad de las disponibilidades líquidas y, posteriormente, a la de los ALP, no habría sido más correcto, desde el punto de vista del control monetario, reducir el agregado a controlar en vez de ampliarlo. La elección de, por ejemplo, M1 o M2 no estaría exenta de problemas de inestabilidad. Sin duda, seguirían existiendo incentivos para crear activos financieros que sustituyesen a los medios de pago, pero este problema sería siempre menor que el derivado de los incentivos para crear nuevos activos líquidos para las carteras privadas, entre otras razones, porque en el primer caso el problema queda reducido a las instituciones de crédito, mientras que en el segundo el problema se escapa de estas instituciones, al incentivarse la desintermediación; valgan como ejemplo los pagarés de empresa.

En cuarto lugar, la aplicación del agregado de control hasta cubrir la casi totalidad de los activos financieros de las carteras privadas introduce elementos adicionales de inestabilidad a través de los tipos de interés; un fenómeno éste, por otra parte, que el propio Banco de España reconoce en sus informes (5). En efecto, los tipos de interés a corto plazo no juegan el papel de coste de oportunidad de la variable de control, sino que son su propia rentabilidad. Por tanto, los intentos de restringir la liquidez presionan al alza los tipos de interés de corto plazo, lo cual estimula la demanda de activos monetarios (líquidos). El gráfico 1 ilustra esta cuestión. Si representamos en abscisas los ALP y en ordenadas su coste de oportunidad medido por un tipo de interés a largo plazo, una acción

GRAFICO 1



de política restrictiva desplazaría hacia la izquierda la oferta de ALP, pero el aumento en el tipo de interés a corto plazo desplazaría simultáneamente hacia la derecha la demanda de ALP. Con este doble movimiento la reducción de la liquidez queda en entredicho. La necesidad de tener en cuenta estos desplazamientos ha sido motivo continuo de incertidumbre en la programación de la política monetaria, y la reacción del Banco de España ante su desarrollo ha ocasionado cambios en su perspectiva y actuación, frecuentemente mal comprendidos por el mercado, con los consiguientes desajustes e inestabilidad de los tipos de interés.

Por otra parte, los movimientos en el tipo de interés a corto también pueden afectar a la composición del segmento computable de los ALP entre medios de pago (menos rentables) y medios de crédito. Las consecuencias de este desplazamiento no son tenidas en cuenta por la actual configuración del control monetario.

En quinto lugar cabe mencionar la amplitud del agregado ALP. Y, en concreto, el hecho de que los pagarés del Tesoro, al ser definidos como líquidos, no pueden ser utilizados para regular la liquidez. La dificultad para impedir que este activo pase de las carteras de las enti-

dades a las del público imposibilita el control mediante operaciones de mercado abierto. Esta situación también la pone de manifiesto el propio Banco de España (6). La cuestión es que este problema tiene difícil solución en la actual dinámica de control: cualquier activo cuya finalidad sea instrumentar las operaciones de mercado abierto deberá emitirse en volúmenes importantes; si se pretende que opere a tipos de mercado, el público deberá tener acceso a él; si cumple estas dos características, la liquidez está servida; con lo cual, de acuerdo con la dinámica citada, pasará a ser integrado en los ALP; hecho esto, perderá sus cualidades como instrumento de intervención. Un argumento más para dar marcha atrás en el tamaño del agregado a controlar.

En resumen, la actual política de control monetario plantea, a nuestro juicio, serios problemas derivados en parte de la elección del agregado a controlar. Junto a las dificultades de la ejecución de la política de control en su actual forma, existe un debilitamiento de su justificación, pues se ha oscurecido la relación teórica entre el agregado monetario elegido y los precios. Por otro lado, cobra un indeseable protagonismo la política activista, en el sentido peyorativo del término, promovida por el control de los tipos de interés a corto plazo.

Pero, como ya indicamos más arriba, quizá el elemento que explica de manera fundamental el porqué del control monetario realizado sea el problema de la financiación del déficit.

#### 4. La financiación del déficit

Desde el momento en que el déficit pasó a ser un problema, la Administración ha reiterado su intención de financiar de manera creciente a través del mercado la parte no monetizada. Nada más lejos de la situación actual. En los últimos años, el déficit del ente consolidado Tesoro-Banco de España se ha financiado en gran parte mediante el coeficiente de caja y el de pagarés del Tesoro. Al respecto, basta señalar que entre 1983 y 1986 los activos de caja de la banca privada y cajas de ahorros se incrementaron en 2,5 billones de pesetas, mientras que los pagarés del Tesoro retenidos por coeficiente en las mismas instituciones supusieron, en media, algo menos de 2 billones de pesetas. No obstante, es bien cierto que en 1986 la deuda a medio y largo plazo ha comenzado a tomar protagonismo, como consecuencia del retroceso de la demanda de pagarés, dado el descenso provocado de su rentabilidad. En la segunda parte del trabajo comentaremos ampliamente esta evolución.

Mientras sean los coeficientes el sistema de financiación del déficit, serán las instituciones financieras quienes proporcionen los recursos. Naturalmente, éstas trasladan los costes a sus clientes, los cuales, como no podría ser de otra manera, acaban siendo los que soportan el déficit.

El sistema poco tiene que ver con el mercado. Más se parece a una forma de imposición oculta similar a la causada por la inflación, pero que en este caso incide sobre los agentes a través de los tipos de interés activos de

las instituciones financieras. El sistema escogido de financiación del déficit permite al Tesoro obtener los recursos a un coste artificialmente bajo, mientras que el enorme volumen de fondos cautivos en las instituciones financieras, a tipos inferiores a los que resultarían en el mercado libre, influye a la baja sobre sus tipos pasivos y al alza sobre los activos.

Por otra parte, el control monetario se ha ligado innecesariamente a la financiación del déficit público, al haberse constituido los activos de caja y los pagarés del Tesoro en una de las fuentes principales para la obtención de recursos. El problema más importante lo generan los pagarés del Tesoro, al ser simultáneamente instrumento de financiación del déficit y considerarse integrados en el agregado monetario a controlar cuando se encuentran en las carteras de los agentes privados no financieros.

El crecimiento de la cartera de pagarés de las instituciones financieras, en exceso de lo que legalmente exige el coeficiente, dependerá del nivel de los tipos de interés de los pagarés en relación con el de otras alternativas de mercado. La relación entre financiación del déficit y crecimiento monetario queda, por tanto, en manos de la decisión de cartera de las entidades financieras.

Cuando el Tesoro presiona los tipos de interés de los pagarés a la baja, aumenta el incentivo de las entidades financieras para ceder sus pagarés al público, prefiriendo ser comisionistas antes que rentistas. En tal caso, el control de la liquidez se complica, pues la emisión de pagarés se transforma en liquidez y, ade-

CUADRO N.º 1  
**DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS SECTORIALES**  
**(A PARTIR DE LA CONTABILIDAD NACIONAL) (% PIB)**

	1983	1984	1985	1986
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación ....	-1,4	1,3	1,7	2,3
Administraciones públicas .....	-5,1	-5,0	-6,2	
Banco de España .....	-1,2	0,1	-0,3	
Instituciones financieras .....	1,6	1,8	1,8	
Empresas no financ. y familias .....	3,5	6,0	6,9	
Ajustes intersectoriales .....	-0,2	-1,5	-0,4	
<i>Pro memoria:</i> Admin. públicas y Banco de España .	-6,3	-5,0	-6,5	

Fuente: Banco de España.

más, las operaciones de mercado abierto mediante este instrumento pierden efectividad. Por el contrario, si se priman los tipos de interés de los pagarés, el control monetario se recupera, pues disminuye el incentivo a la cesión al público y las operaciones de mercado abierto quedan en mayor medida limitadas a las carteras de las instituciones de crédito; naturalmente, la financiación del déficit resultará ahora más cara. La efectividad real de estos mecanismos y sus implicaciones son objeto de amplia discusión en otros trabajos de este número de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

En resumen, la actual instrumentación de la política de control monetario, caracterizada por la tremenda amplitud del agregado, y de la política de financiación del déficit, caracterizada por utilizar los pagarés del Tesoro y los activos de caja como elementos fundamentales, plantea un conflicto difícilmente resoluble. El control monetario exige que la relación entre el instrumento y el objetivo sea predecible. Sin embargo, con la estructura actual, la estabilidad del multiplicador es muy dependiente de la política de financiación.

Además, el papel del pagaré del Tesoro, instrumento de financiación y activo líquido a la vez, despoja a la autoridad monetaria de uno de los instrumentos de control: las operaciones de mercado abierto.

En la práctica, el resultado de este conflicto es que el control monetario programado por el Banco de España, en principio para el control de la inflación, queda supeditado con excesiva frecuencia a la política de financiación del déficit, muy preocupada por su coste, dado que éste genera cargas financieras adicionales.

Simultáneamente, en otras instancias de la Administración distintas del Banco de España, cada vez cobra mayor protagonismo la política de precios relativos, mediante la manipulación de los precios administrados y las importaciones de choque de productos con elevada incidencia en el índice de precios al consumo. En definitiva, una política preocupada por la evolución en el cortísimo plazo de la tasa de inflación medida por el índice de precios al consumo, que se ha constituido en un indicador económico-político de primera magnitud. Pero esto tie-

ne muy poco que ver con la política monetaria antiinflacionista, cuyos beneficios se derivan de garantizar un entorno monetario estable y conocido por los agentes económicos. Gasolinas, pollos y corderos no pueden ser la clave de nuestra estabilidad y competitividad en un marco europeo.

## II. FLUJOS FINANCIEROS EN ESPAÑA, 1983-86

### 1. Ahorro financiero y desequilibrios intersectoriales

En los últimos años, la economía española ha desarrollado una creciente capacidad de financiación por parte del conjunto de sus sectores residentes. Desde el punto de vista de las transformaciones experimentadas por sus flujos financieros, quizá sea éste el fenómeno más importante ocurrido en los últimos años (ver cuadro n.º 1). Este hecho, que ha situado a la economía española como prestataria neta en el periodo, es el resultado de la confluencia de un conjunto de factores.

Puesto que la posición neta del país frente al exterior no es más que la contrapartida del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, hay que considerar el desarrollo de las relaciones corrientes con el exterior; el incremento de las exportaciones y la disminución del valor de las importaciones, debida al descenso de los precios del petróleo, junto con el aumento de los ingresos por turismo, son los principales elementos que subyacen a esta situación.

Por otra parte, si tenemos en cuenta que la posición neta del país es la consolidación de la capacidad o necesidad de financiación de los sectores residentes, resulta que la evolución del déficit público y la mejora del excedente empresarial son los fenómenos reales en que debemos concentrar nuestra atención, por cuanto determinan la evolución de los saldos de ahorro financiero de los principales sectores residentes, las administraciones públicas y las empresas no financieras y familias, respectivamente.

Hay que notar, sin embargo, que la capacidad de financiación que ha desarrollado la economía española no puede considerarse una situación ventajosa desde todos los puntos de vista. Lo que expresa el actual exceso de capacidad de financiación de la economía española no es sino la realidad de su exportación de ahorro, que financia inversiones en otros países.

Desde un punto de vista, esta situación en una economía media como la española, con grandes necesidades de crecimiento, no es sino el correlato de su incapacidad para hacer uso internamente del ahorro que genera; en otras palabras, revela la

inexistencia de proyectos de inversión rentables en el interior o bien la renuncia a llevar adelante algunos de los proyectos existentes. Tendremos ocasión de profundizar algo más en este punto cuando nos refiramos a los flujos financieros del sector «empresas no financieras y familias».

Por otra parte, un excedente como el actual provoca necesariamente la fortaleza de la peseta en los mercados de cambios, con el consiguiente encarecimiento de nuestras exportaciones, por un lado, y, por otro, movimientos de capital de carácter especulativo o a corto plazo que dificultan el desarrollo de la política monetaria.

Dentro de la evolución del ahorro financiero de los sectores residentes, en los últimos años destaca el mantenimiento, incluso empeoramiento, del déficit de las administraciones públicas, medido en términos de su necesidad de financiación. Como revela el cuadro n.º 1, la necesidad de financiación de las AAPP se situó en 1985 en el 6,2 por 100 del PIB y en 1986 no parece que vaya a resultar muy inferior al 6 por 100, a pesar del sustancioso regalo que supuso en ese año la implantación del IVA y la traslación parcial a los consumidores del descenso del precio del petróleo.

La situación del déficit público es más preocupante si, como debe hacerse, se consolidan las cuentas financieras de las AAPP y del Banco de España, que es su agente financiero. En este caso, la necesidad de financiación conjunta se eleva a 6,3, 5,0 y 6,5 puntos porcentuales del PIB en los años 1983 a 1985.

Con todo, no acaban aquí los problemas, pues, en contra de la normativa que impone al conjunto de los intermediarios financieros, el Tesoro sigue contabilizando los intereses de los pagarés del Tesoro que emite por su fecha de liquidación y no por la fecha de devengo de los mismos. Esta circunstancia, junto al reflejo en las cuentas del Estado en 1984 de la enajenación de CAMPSA, explica la magnitud de los ajustes intersectoriales que aparecen en el cuadro n.º 1. Si se añaden éstos al déficit de las AAPP, que es quien los genera, las necesidades de financiación conjunta AAPP-Banco de España se elevan al 6,5 por 100 del PIB en 1983, 6,5 por 100 del PIB en 1984 y 6,9 por 100 del PIB en 1985, cifras que son probablemente más expresivas del verdadero estado de las finanzas públicas.

En lo que respecta al Banco de España, las oscilaciones de su capacidad y necesidad de financiación se encuentran fuertemente influidas por las variaciones de su relación con el Tesoro y, en especial, por la forma particular en que éste lleva a cabo sus procesos de financiación. Así, si el Tesoro acude a financiarse directamente en el Banco de España no pagará intereses, mientras que éste tendrá que instrumentar operaciones de drenaje de liquidez utilizando tipos de mercado; de esta forma, el deterioro del saldo neto de las operaciones financieras del Banco arrojará una necesidad de financiación, como ocurrió en 1983 (1,2 por 100 del PIB) y, en menor medida, en 1985 (0,3 por 100 del PIB). Por el contrario, en 1984 el Tesoro recurrió en mayor medida a financiarse directamente entre el público, con la consiguiente me-

jora en la capacidad de financiación del Banco (0,1 por 100 del PIB).

Durante 1986, la amortización de los pagarés bancarios emitidos con anterioridad a la Ley 14/1985, sobre el tratamiento fiscal de los activos financieros emitidos al descuento, generó un importante volumen de demanda de pagarés del Tesoro, al ser éste el único activo que mantenía el privilegio fiscal de la ausencia de retención en origen. Esta circunstancia, unida a la generalización de expectativas bajistas de tipos de interés, permitió al Tesoro la colocación entre el público de un volumen de pagarés que en el mes de abril alcanzaba ya los 1.356 miles de millones de pesetas efectivas. Esto, unido al éxito de las emisiones de deuda a medio y largo plazo a lo largo del año, habrá permitido al Tesoro reducir su saldo de crédito en el Banco de España, con la consiguiente mejora de la posición financiera de éste.

Con todo, hay otros factores que influyen en el ahorro financiero del Banco de España. A partir de la reforma del coeficiente de caja, a principios de 1984, el Banco remunera una parte importante de los activos de caja inmovilizados por el coeficiente a tipos de interés ligados a los vigentes de los pagarés del Tesoro. El descenso de estos últimos, a partir de 1985, condujo a una reducción paralela de aquéllos, con el consiguiente alivio de la cuenta de explotación del Banco. La situación se ha vuelto aún más favorable debido a la ruptura de la vinculación existente hasta 1985 entre el mercado de pagarés y el mercado interbancario de activos de caja. En otros trabajos de este volumen se desarrolla amplia-

mente este tema, por lo que aquí basta señalar que tal ruptura condujo a que los tipos del mercado interbancario de activos de caja sean muy superiores a los de los pagarés del Tesoro. De esta forma, el Banco de España ha podido cobrar tipos sustancialmente más elevados por los préstamos concedidos a las instituciones de depósito de los que pagaba por el tramo remunerado del coeficiente de caja. Esta disparidad, acentuada en 1986, no podrá dejar de tener su reflejo en las cuentas de explotación del Banco y, por tanto, en su capacidad o necesidad de financiación.

Finalmente, el sector privado no financiero de la economía, es decir, el sector de las familias y empresas no financieras, volvió a mejorar en 1985 su ahorro financiero, si bien en una medida menor que en 1984 (ver cuadro número 1). Mientras en este año su capacidad de financiación representó el 6 por 100 del PIB (3,5 por 100 en 1983), la cifra de 1985 supuso un 6,9 por 100 del PIB de ese año, todo ello en términos de Contabilidad Nacional.

Los factores que se encuentran tras esta evolución son bien conocidos: importante recuperación del excedente de explotación y, con él, del ahorro bruto del sector; mantenimiento de importantes flujos de transferencias públicas de capital a las empresas y atonía de la actividad inversora. En estas condiciones, el crecimiento de la capacidad de financiación del sector privado fue de magnitud suficiente para atender al crecimiento del déficit del conjunto de las administraciones públicas y, unido al crecimiento de la capacidad de financiación de las instituciones financieras distintas del Banco de España, convirtió a la econo-

mía española en prestataria neta frente al exterior a partir de 1984. Estos rasgos generales de la variación del ahorro financiero del sector privado no financiero se mantendrán en 1986, atemperados, sin embargo, por el aumento de la actividad inversora que parece haberse producido en ese año y que con toda probabilidad conducirá a un incremento de la financiación recabada por el sector, máxime si, como parece, se ha reducido el crecimiento de las necesidades de financiación del sector público.

## **2. Variaciones sectoriales de activos y pasivos financieros**

En el cuadro n.º 2 se detalla la variación de activos y pasivos financieros de los diferentes sectores. Como es natural, la diferencia entre unos y otros corresponde a la capacidad o necesidad de financiación recogida en el cuadro n.º 1, excepto en el caso de las familias y empresas. Este sector es residual desde el punto de vista de las cuentas nacionales y a él se acumulan los flujos que no pueden adscribirse directamente a ninguno de los otros sectores; ese proceso es el que da origen a las cifras del cuadro n.º 1. Por contra, en el cuadro n.º 2 sólo aparecen los flujos que constituyen contrapartida identificada de financiación recibida por otros sectores y, así, mientras que la contabilidad nacional adscribe al sector de empresas no financieras y familias una capacidad de financiación equivalente en porcentaje del PIB a 3,5, 6 y 6,9 puntos porcentuales en 1983, 1984 y 1985 (ver cuadro n.º 1), la financiación efectivamente otorgada por el sector, según la identifica

CUADRO N.º 2  
**CUENTAS DE FINANCIACION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA**  
**(FINANCIACION OTORGADA (+) O RECIBIDA (-) (% PIB))**

	1978	1983	1984	1985
<b>Administraciones públicas</b>				
Financiación neta .....	-1,75	-5,1	-5,0	-6,2
V. Activos financieros .....	1,36	3,8	3,9	1,8
V. Pasivos financieros .....	3,11	8,9	8,9	8,0
<b>Banco de España</b>				
Financiación neta .....	0,06	-1,2	0,1	-0,3
V. Activos financieros .....	2,77	5,9	1,1	0,3
V. Pasivos financieros .....	15,45	17,7	20,3	14,1
<b>Instituciones financieras</b>				
Financiación neta .....	0,50	1,6	1,8	1,8
V. Activos financieros .....	15,95	19,3	22,0	15,9
V. Pasivos financieros .....	15,45	17,7	20,3	14,1
<b>Emp. no financieros y familias</b>				
Financiación neta .....	2,04	2,7	5,5	6,0
V. Activos financieros .....	15,18	14,0	12,5	12,5
V. Pasivos financieros .....	13,13	11,3	7,0	6,5
<b>Ajustes intersectoriales (*)</b>				
Financiación neta .....	-	-0,2	-1,5	-0,4
V. Activos financieros .....	-	-	-	-
V. Pasivos financieros .....	-	0,2	1,5	0,4
<b>Total sectores residentes</b>				
Financiación neta .....	0,8	-2,1	0,8	0,9
V. Activos financieros .....	35,26	43,1	39,5	30,2
Interiores .....		41,9	34,6	30,4
Exteriores .....		1,1	4,9	-0,2
V. Pasivos financieros .....	34,40	45,2	38,7	29,3
Interiores .....		41,9	34,6	30,4
Exteriores .....		3,3	4,1	-1,1

(\*) Desfase entre intereses devengados y liquidados de los pagarés del Tesoro y 86,1 m.M. en 1984 que corresponden a la cesión de la participación del Estado en Campsa.

(La variación de activos y pasivos financieros frente al exterior está obtenida a partir del registro de caja de transacciones exteriores).

Fuente: Banco de España.

la contabilidad financiera, es más reducida, y equivale a 2,7, 5,5 y 6 puntos porcentuales del PIB en los mismos años (ver cuadro n.º 2).

En todo caso, el cuadro n.º 2 resalta con claridad el avance de la financiación concedida por el sector privado no financiero de la economía, un proceso iniciado en 1982 que continúa hasta el presente y que se expresa en la drástica disminución de la variación de pasivos financieros del sector, provocada por la me-

jora de los resultados de explotación de las empresas y el estancamiento de la variación de activos financieros.

Con todo, la variación de pasivos financieros de las familias y empresas en los últimos años cobra toda su significación si se la compara con la variación de pasivos financieros de las administraciones públicas. Desde 1984, ésta es superior a aquélla, revelando las profundas modificaciones de la estructura de flujos financieros que está provo-

cando el crecimiento del déficit público en un contexto de política monetaria relativamente restrictiva. Que este desplazamiento de los flujos de financiación hacia el sector público provoque más o menos dificultades a la financiación hacia el sector privado es, sin embargo, una cuestión algo distinta, que ha de ponerse en relación con la actividad inversora de las empresas y con el conjunto de los flujos de financiación de la economía.

En lo que respecta al Banco

de España, como ya hemos señalado, las variaciones de activos y pasivos financieros son, en gran medida, la consecuencia de la estructura de financiación del déficit elegida por el Tesoro. Así, si éste elige financiarse acudiendo a su cuenta en el Banco de España por volúmenes importantes, como en 1983, la variación de activos del Banco mostrará la importancia de la financiación concedida al Tesoro por esa vía, mientras que el aumento de liquidez así generado exigirá importantes volúmenes de endeudamiento del Banco que ayuden a drenarla, y estos endeudamientos aparecerán como variación de pasivos financieros. El cambio experimentado por las cuentas financieras del Banco de España en 1984 y 1985 refleja el cambio en la política del Tesoro, que acudió a financiarse directamente en el mercado en mucho mayor medida que antes (son los años del auge de la emisión de pagarés del Tesoro).

El elemento más importante de la evolución de los activos y pasivos financieros de las instituciones financieras, excluido el Banco de España, en los últimos años, es su importantísima disminución en 1985 (del 22 por 100 al 15,9 por 100 del PIB, en el caso de la variación de activos, y del 20,3 por 100 al 14,1 por 100 del PIB, en la variación de pasivos financieros). Pueden apuntarse como causas de esta evolución la disminución de la demanda de crédito del sector privado y, en general, de los activos líquidos en manos del público que son pasivos de las instituciones financieras, el descenso de la financiación neta recibida del Banco de España y la disminución de los activos y pasivos financieros del sector frente al resto del mundo.

Esta última circunstancia subraya también en la evolución reciente de las cuentas de la economía frente al resto del mundo. En efecto, el pequeño aumento de la financiación neta otorgada por los sectores residentes al resto del mundo en 1985 (del 0,8 por 100 al 0,9 por 100 del PIB) no debe ocultar la profundísima transformación de los canales a través de los que se ha prestado tal financiación. En efecto, mientras que en 1984 tanto los activos como los pasivos financieros frente al exterior crecieron de forma espectacular, con volúmenes que supusieron casi el 5 por 100 del PIB en el caso de los activos y más del 4 por 100 del PIB en el de los pasivos, la situación en 1985 es completamente opuesta. En ese año disminuyeron tanto los activos como los pasivos exteriores de la economía, si bien bastante más éstos que aquéllos (1,1 por 100 del PIB frente a un 0,2 por 100 de la variación de activos (ver cuadro n.º 2)).

En este proceso ha jugado un papel preponderante el importantísimo volumen de cancelaciones de créditos exteriores y su sustitución por endeudamiento interior; esta evolución ha sido alentada y promovida claramente por las autoridades económicas, que a partir de la favorable evolución de la balanza por cuenta corriente han visto la posibilidad y conveniencia de reducir por esa vía la presión revaluadora sobre la peseta.

Antes de pasar a la consideración detallada de los flujos financieros de cada sector es pertinente ofrecer una última visión de conjunto que nos permita apreciar la importancia relativa de cada uno de los sectores en el conjunto de los flujos financieros de la economía.

El cuadro n.º 3 recoge la información pertinente y en él hay que destacar, en primer lugar, el hecho de que tanto la variación total de activos como la de pasivos muestra un claro descenso, mucho más notorio aún si se consideran las cifras como porcentajes del PIB de cada año. En este caso, la variación de activos financieros fue del 43,1 por 100, 39,5 por 100 y 30,2 por 100 del PIB en los años 1983-85, mientras que la variación de pasivos muestra una evolución similar, 45,2 por 100, 38,7 por 100 y 29,3 por 100 del PIB en los mismos años. Contra lo que pudiera parecer, los flujos financieros de la economía española muestran en los últimos años crecimientos muy inferiores a los de los flujos reales que recoge el PIB.

Este es un fenómeno complejo que posiblemente encierra un componente de cambio estructural y cuyo análisis detallado no corresponde al objetivo de este trabajo.

Sin embargo, sí es posible apuntar algunos factores que presumiblemente han tenido influencia sobre el fenómeno. Por un lado, parece claro que la larga historia de inflación y elevados tipos de interés nominal, características de la economía española, ha contribuido al desarrollo de instrumentos financieros muy flexibles que han permitido el acortamiento generalizado del plazo de realización de las operaciones financieras; éstas eludirían así su contabilización, que se realiza por diferencia entre posiciones de balance a 31 de diciembre. Por otra parte, la desintermediación de ciertos flujos financieros, por ejemplo el mercado de pagarés de empresa, probablemente conlleva dificultades en su contabilización. Finalmente, la mejora de la

CUADRO N.º 3  
PARTICIPACION DE CADA SECTOR EN LA VARIACION TOTAL DE ACTIVOS Y PASIVOS  
FINANCIEROS DE LOS SECTORES RESIDENTES  
(m.M. y %)

	1983	1984	1985
<b>ACTIVOS</b> .....	9.614	10.041	8.529
Instituciones financieras .....	45	56	52
Banco de España .....	14	3	0
AAPP .....	9	10	6
Empresas no financieras y familias .....	32	32	41
<b>PASIVOS</b> .....	10.091	9.830	8.269
Instituciones financieras .....	39	52	48
Banco de España .....	16	3	1
AAPP .....	20	23	27
Empresas no financieras y familias .....	25	18	22

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

autofinanciación de las empresas ha reducido en los últimos años el crecimiento del crédito privado, y los cambios en la regulación fiscal han podido desplazar recursos hacia el consumo y la inversión en bienes de consumo duradero (por ejemplo, viviendas).

En todo caso, no debe perderse de vista que la reducción, en los últimos años, de la importancia relativa de los flujos financieros no hace sino remarcar, desde otro punto de vista, su importantísimo potencial de crecimiento, máxime si se tiene en cuenta lo reducido de su nivel en España comparado con el de otras economías de importancia comparable.

Por lo demás, los porcentajes que aparecen en el cuadro n.º 3 son los que cabía esperar. Las instituciones financieras recogen el principal volumen de la variación de activos y pasivos, como corresponde a su función intermediadora de flujos financieros. Sin embargo, conviene resaltar, en el lado de los activos, el descenso de la financiación directa ofrecida por el Ban-

co de España, producto del cambio de la estructura de financiación del Tesoro ya comentado, que se traduce en la reducción drástica de la participación del Banco en la variación de activos de los últimos años. También cabe destacar, en el mismo lado del balance, el aumento de la participación de las empresas no financieras y familias, que pasan del 32,48 por 100 de la variación total de activos en 1983 al 41,44 por 100 en 1985.

Por el lado de la variación de pasivos, junto a la importancia de las instituciones financieras, ya señalada, y la reducción de la participación del Banco de España, que obedece a las mismas razones apuntadas al referirnos a los activos, destaca el aumento de la participación de las administraciones públicas (19,64 por 100 en 1983 y 27,37 por 100 en 1985) y la suave disminución del peso de las empresas no financieras y familias (24,88 por 100 en 1983, 22,15 por 100 en 1985). El primero responde al importante aumento de la financiación recabada por el Estado para financiar el déficit público, mien-

tras que la segunda es el resultado de la mejora de la autofinanciación de las empresas y consiguiente disminución del endeudamiento del sector.

### 3. Evolución de los flujos financieros de las administraciones públicas

Ya hemos visto cómo las necesidades financieras de las AAPP no han cesado de crecer en los últimos años, y corresponde ahora considerar con mayor detalle las vías a través de las cuales se han recabado los fondos necesarios para la financiación del déficit público.

Como es sabido, la captación total de recursos de las AAPP, su variación de pasivos financieros, se dirige tanto a financiar el saldo negativo de su cuenta de operaciones no financieras cuanto a cubrir la financiación concedida por el sector, es decir, su adquisición de activos financieros.

Respecto a estos últimos, el cuadro n.º 4 (7) refleja su ten-

dencia a disminuir, interrumpida en 1984 como consecuencia de la operación especial de crédito por importe de 440 mil millones instrumentada para el saneamiento de los bancos de Rumasa. Este proceso de reducción obedece principalmente al continuo descenso de las dotaciones concedidas por el Tesoro al crédito oficial, expresión de la política tendente a conseguir que éste obtenga sus recursos en el mercado compitiendo con el resto de los intermediarios financieros y las empresas. Así, las dotaciones al crédito oficial, contabilizadas en la partida de créditos otorgados, han pasado de 283 miles de millones en 1983 a 166 miles de millones en 1985, cifra esta última que con toda probabilidad se habrá reducido en 1986. Esta reducción, junto con la operación especial de crédito a Rumasa contabilizada en 1984, explican el brusco descen-

so de la partida de referencia entre 1984 y 1985.

Dentro de las variaciones de activos financieros de las AAPP que recoge el cuadro n.º 4 destaca también la reducción experimentada por el conjunto de los depósitos de las AAPP. Esta situación refleja la disminución de los depósitos del Estado y la seguridad social, sólo parcialmente compensada por el aumento de los saldos de las administraciones autonómica y local.

Sin embargo, el rasgo más llamativo del cuadro n.º 4, en lo que a variación de activos se refiere, es el aumento sistemático en los últimos años de las participaciones del Estado, contrapartida de las deudas asumidas. Esta situación parte de un cambio de política instrumentado a partir de 1983, por el que parte de la financiación del Estado a las empresas públicas, al INI no-

toriamente, se canaliza a través de la asunción por el Estado de parte de las deudas del mismo. El INI puede así incrementar su captación de nuevos recursos sin que ello repercuta en un aumento de sus niveles de endeudamiento. Todo parece señalar que esta política continuará en el futuro, como revelan las cifras provisionales correspondientes a 1986. En todo caso, si se pone este proceso en relación con la disminución de las dotaciones al crédito oficial, cabe hablar de que se está produciendo un claro empeoramiento de la «calidad» de los activos financieros de las AAPP. Nótese, por otra parte, que la asunción de deudas por el Estado, al contrario que las subvenciones, no influye sobre el nivel corriente del déficit público.

En lo que respecta a la variación de pasivos financieros de

CUADRO N.º 4  
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. FLUJOS FINANCIEROS 1983-86  
(m.M.)

	1983	1984	1985	1986 (1)
<i>Financiación neta otorgada (+) o recibida (-) .....</i>	-1.128,5	-1.279,0	-1.746,7	-1.279
<i>Variación de activos financieros .....</i>	853,4	987,4	516,7	422
— Efectivo y depósitos vista .....	187,6	103,4	89,4	—
— Otros depósitos .....	117,4	89,0	10,5	—
— Títulos de R. variable y contrapartida deuda asumida .....	107,2	55,9	225,1	381
— Créditos otorgados .....	442,8	737,0	202,7	29
— Otros .....	-1,6	2,1	-11,0	12
<i>Variación de pasivos financieros .....</i>	1.981,9	2.266,4	2.263,4	1.846
— Moneda metálica .....	30,9	17,8	14,8	6
— Pagarés Tesoro .....	1.195,0	2.365,4	1.424,9	819 (2)
— Títulos renta fija negociable .....	119,4	129,0	339,9	1.029
— Títulos renta fija no negociable .....	131,3	611,3	92,2	42
— Créditos interiores recibidos .....	426,4	-624,8	748,7	122
— Del Banco de España .....	139,7	-655,7	515,0	-63
— Créditos Exteriores recibidos .....	130,4	134,7	51,8	-172
— Otros .....	-51,5	-367,0	-408,9	63

(1) Hasta septiembre y sólo el Estado.

(2) Valor efectivo.

Fuente: Banco de España.

las AAPP que recoge el cuadro número 4, son dos los elementos cuya comprensión es de fundamental importancia para atender la evolución de las cifras del cuadro, y a los que ya nos hemos referido en la primera parte. Se trata del cambio experimentado a partir de 1984 en la política de financiación del déficit público, por una parte, y, por la otra, de los efectos de la publicación en mayo de 1985 de la ya repetida Ley sobre Tratamiento Fiscal de los Activos Financieros y las alternativas que la misma abrió al Tesoro.

A finales de 1983 se consolidaron en pagarés del Tesoro los anticipos concedidos al Tesoro por el Banco de España ese año, y a comienzos de 1984 desaparecieron los certificados de regulación monetaria, que fueron sustituidos, también, por pagarés del Tesoro, en parte de forma voluntaria y en parte mediante el nuevo coeficiente de deuda pública a corto plazo. Se iniciaba así una nueva política de financiación del déficit público centrada en el recurso «competitivo» al mercado y la renuncia parcial al espejismo de la financiación gratuita vía crédito del Banco de España.

Ya hemos visto en la primera parte lo mucho que de «cambio de fachada» ha tenido la transformación expuesta. Sin embargo, no puede negarse que el saldo de pagarés del Tesoro en circulación, ya muy importante en 1983, se dobló en 1984 hasta alcanzar la cifra de 2.365,4 miles de millones de pesetas nominales. Paralelamente, los créditos interiores recibidos por las AAPP disminuían, en particular los concedidos por el Banco de España, que si en 1983 representaron únicamente 139,7 miles de millones, como consecuencia de

la consolidación ya mencionada, disminuyeron por importe de 655,7 miles de millones en 1984. Como consecuencia en parte de estos desarrollos, en especial la concentración del Tesoro en los títulos a más corto plazo, la emisión neta de deuda a medio y largo se mantuvo en niveles reducidos tanto en 1983 como en 1984, como revela la partida «títulos de renta fija negociable» del cuadro n.º 4.

Sin embargo, la estructura diseñada en 1984 no se mantuvo en los años siguientes. A ello contribuyó en gran medida la publicación de la Ley 14/1985 sobre Régimen Fiscal de los Activos Financieros. En efecto, esta Ley consagró el privilegio fiscal de los págarés del Tesoro, único título no sometido a retención fiscal de sus rendimientos y único, también, para el que no es obligatoria la información al Tesoro por parte de los intermediarios financieros, y planteó al Tesoro un opción política: mantener el tipo de interés de los pagarés en línea con el de otros activos comparables, lo que suponía trasladar al adquirente los beneficios fiscales de los títulos, o perseguir una política de reducción de tipos de interés que ampliase el diferencial de rentabilidades entre los pagarés del Tesoro y otros títulos del mercado monetario sometidos a retención y transparentes desde el punto de vista fiscal.

A lo largo del año 1985 el Tesoro optó por esta última alternativa, forzando una reducción de los tipos de los pagarés en las subastas de emisión, y, ante la contracción de la demanda de estos títulos que se produjo en la segunda mitad del año, recurrió de nuevo al crédito del Banco de España, que volvió a incrementarse por valor de más

de medio billón de pesetas. Por otra parte, el aumento del volumen nominal emitido de pagarés se redujo en casi un billón de pesetas a lo largo del año, hasta alcanzar 1.424,9 miles de millones. Sin embargo, junto al descenso de su rentabilidad, esta disminución de la demanda de pagarés obedeció también a otra circunstancia.

En efecto, la inminencia de la entrada en vigor de la Ley 14/85 impulsó una intensa transformación de las carteras privadas de activos financieros, que se expresó en una enorme demanda de pagarés bancarios emitidos antes de que la Ley forzase la retención de sus rendimientos. El volumen de pagarés bancarios así generado supuso una reducción de la demanda de pagarés del Tesoro y se convirtió en el principal elemento de incertidumbre que rodeó la evolución de los flujos financieros de la economía española en 1986. La razón es que, a lo largo de la primera mitad de este año, vencían la mayor parte de los pagarés bancarios emitidos antes de la entrada en vigor de la Ley 14/85 y no estaba claro cuál iba a ser el destino de los recursos así liberados. Sin perjuicio de que más adelante nos ocupemos con mayor detenimiento de esta cuestión, para nuestros propósitos actuales basta señalar que aproximadamente sólo un 60 por 100 de los vencimientos de pagarés bancarios se transformaron en pagarés del Tesoro, lo que, unido al descenso de su rentabilidad y consiguiente descenso de demanda por parte de las instituciones financieras y el público, supuso una nueva reducción de la emisión neta de estos títulos en 1986 cuya cuantía rondará los 700 mil millones.

Estos descensos de demanda,

sin embargo, no dificultaron la financiación del déficit en los últimos años. El Tesoro acudió a la emisión de volúmenes crecientes de deuda a medio y largo plazo, que en 1985, y sobre todo en 1986, fueron ampliamente demandados por los agentes del sector privado y las instituciones financieras. A ello contribuyeron varios factores, el principal de los cuales, especialmente en 1986, fue la expectativa de descenso de los tipos de interés provocada por la reducción de la tasa de inflación. Junto a él, otros factores que jugaron un papel importante fueron las expectativas generadas en el mercado en 1986 de una posible computabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo en el coeficiente de deuda a corto, establecido en 1984, y los repetidos anuncios por parte de la autoridad monetaria de la pronta implantación del sistema de anotaciones en cuenta para la deuda pública que, sin embargo, y desgraciadamente, no tuvo confirmación en los hechos a lo largo de 1986. En todo caso, el efecto combinado de esos factores permitió la emisión neta de 339,9 miles de millones de deuda negociable en 1985 (38 mil millones es renta fija del INI asumida por el Estado) y, principalmente, alrededor de un billón y medio en 1986.

Otra variación importante de pasivos financieros de las AAPP que revela el cuadro n.º 4 es la disminución sistemática de las emisiones netas de títulos de renta fija no negociable en los últimos años. Estos títulos, constituidos fundamentalmente por las cédulas para inversiones que las entidades financieras tienen que adquirir para cumplir con un tramo del coeficiente de inversión, ven reducida su importan-

cia como consecuencia del propio calendario de reducción del coeficiente y, además, por la propia reducción de los pasivos computables en el mismo, que adquirió importancia, por ejemplo, en 1985, debido al desplazamiento de la demanda de depósitos del público hacia la adquisición de pagarés del Tesoro con pacto de recompra, un tipo de recursos que, como es sabido, las entidades de depósito no tienen que computar como pasivo sujeto a coeficientes.

En lo que respecta a la financiación exterior de las AAPP, el cuadro n.º 4 recoge con claridad los efectos de la política de amortización anticipada del endeudamiento exterior perseguida por las AAPP a partir de 1985, año en que el saldo global de los flujos financieros de la economía comenzó a ser excedentario. El efecto de esta política es aún más espectacular si se tiene en cuenta que las cifras del año 1985 incluyen 84 miles de millones correspondientes a créditos exteriores del INI asumidos por el Estado.

Finalmente, señalar que las importantes cantidades que recoge la partida «otros» del cuadro n.º 4 responden, en gran medida, a la diferencia entre el valor nominal y el valor efectivo de los pagarés del Tesoro que, por ser emitidos al descuento, sólo incrementan la financiación del Tesoro por el volumen de fondos efectivamente captado, mientras que el Tesoro insiste en contabilizarlos por su valor nominal, y así es como aparecen en la correspondiente partida del cuadro n.º 4.

#### **4. Evolución de los flujos financieros del sector de empresas no financieras y familias**

Ya hemos señalado la evolución excedentaria del saldo de las operaciones financieras del sector de empresas no financieras y familias. Esta evolución, iniciada en 1982, tuvo una explosión a partir de 1984, provocada, en lo fundamental, por la marcada mejora del excedente empresarial a partir de ese año. Así, lo que en 1983 suponía 611,4 miles de millones de pesetas habrá superado probablemente los dos billones en 1986.

La expresión de tal desarrollo en las cuentas financieras del sector se traduce en un marcado aumento en los últimos años de la financiación otorgada a otros sectores (variación de activos financieros) conjugado con una disminución igualmente sistemática de la financiación recabada de los mismos (variación de pasivos financieros). Sin embargo, la evolución general de unos y otros no refleja la importancia fundamental de los cambios experimentados por los flujos financieros a través de los que se instrumentaron.

##### *A) Variaciones de activos financieros*

Lo primero que resalta en la consideración del cambio de los activos financieros del sector familiar y empresas no financieras es el descenso en la participación de los activos líquidos en manos del público (ALP). Estos han pasado de representar un 90,4 por 100 de la variación total de activos del sector en 1983 a suponer únicamente un 82,4 por 100 en 1985 y, presumiblemente, un porcentaje aún menor

CUADRO N.º 5  
**EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS. FLUJOS FINANCIEROS 1983-86**  
(m.M.)

	1983	1984	1985	1986 (1)
<i>Financiación neta otorgada (+) o recibida (-) .....</i>	611,4	1.403,3	1.705,2	1.870
<i>Variación activos financieros .....</i>	3.122,4	3.182,2	3.534,8	2.883
1. Activos líquidos en manos del público .....	2.823,8	2.740,5	2.912,2	1.885
Disponibilidades líquidas .....	2.139,6	2.236,0	1.127,8	-29
Efectivo y depósitos vista .....	330,4	413,1	690,5	307
Depósitos ahorro .....	451,6	294,0	522,8	401
Depósitos a plazos .....	1.357,6	1.528,9	-85,5	-737
Ordinarios y CD .....	108,8	-306,6	512,4	1.583
Efectos propia financiación .....	1.248,8	-1.524,7	-75,8	-64
Pagarés bancarios .....	-	3.360,2	-522,1	-2.256
Otros pasivos del sist. Cred. y SMMD .....	336,3	531,6	1.508,6	1.111
De los que:				
Cesión Temp. de Pag. del Tesoro .....	105,9	204,9	1.245,7	910
Pagarés del Tesoro en manos del público .....	347,9	-27,1	292,6	261
2. Títulos monet. no incluidos en ALP (pagarés de empresa) .....	82,0	252,6	-8,9	365
3. Títulos de renta fija negociable .....	113,2	185,4	449,4	422
Emitidos por instituciones financieras .....	-8,9	21,1	39,7	
Emitidos por AAPP .....	56,4	-55,5	106,3	
Emitidos por empresas no financieras .....	60,5	206,8	281,5	
Emitidos por el S. exterior .....	5,2	13,0	21,9	
4. Títulos de renta variable .....	145,9	215,2	373,3	260
5. Créditos al exterior .....	-26,9	35,7	81,1	-49
6. Otros .....	-15,6	-247,2	-289,1	
<i>Variación pasivos financieros .....</i>	2.511,0	1.778,9	1.831,4	1.013
1. Títulos del mercado monetario .....	-34,3	252,8	-45,0	284
2. Títulos de renta fija .....	82,6	329,7	234,3	60
3. Títulos de renta variable y otras participaciones .....	401,2	396,7	740,1	312
4. Créditos .....	1.931,4	1.057,0	1.264,6	357
De instituciones financieras .....	1.632,1	237,2	1.577,8	870
De AAPP .....	31,3	459,3	20,5	
Del exterior .....	268,0	360,5	-317,0	-513
5. Otros .....	130,1	-257,3	-362,6	

(1) Hasta septiembre.  
Fuente: Banco de España.

en 1986. Las razones de este proceso tienen mucho que ver con el descenso de los tipos de interés nominales y la voluntad de los agentes económicos de proteger la rentabilidad de sus ahorros mediante la inversión en activos a plazo más largo, que son, como veremos, los beneficiarios del descenso de la demanda de ALP.

Con todo, más importante aún que el descenso de la parti-

cipación de los activos líquidos en manos del público son los importantísimos procesos de sustitución que se han producido en el seno del agregado durante estos años. Así, las disponibilidades líquidas, que habían recogido la mayor parte de la variación de los ALP en 1983 y 1984, redujeron drásticamente su importancia en 1985 y 1986 en favor, principalmente, de las cesiones temporales de pagarés del Tesoro realizadas por el sistema cre-

diticio y las SMMD. Por otra parte, en los años 1983 y 1984 los desplazamientos entre los distintos componentes de las disponibilidades líquidas fueron de primera magnitud, en concreto dentro de los depósitos a plazo. Entre ellos, si 1983 fue el año de la colocación por parte de los intermediarios financieros de letras libradas por ellos mismos, los llamados efectos de propia financiación, 1984 presenció la completa desaparición de esos

títulos y su sustitución por pagarés bancarios que, a su vez, desaparecieron a lo largo de 1985 y 1986 para ser sustituidos por cesiones temporales de pagarés del Tesoro y, en 1986, también por depósitos a plazo ordinarios de las entidades financieras (ver cuadro n.º 5).

En el fondo de estas transformaciones subyacen sus verdaderas motivaciones fiscales. Así, el auge de los efectos de propia financiación en 1983 respondió al intento de las entidades de depósito de hacer frente a una ávida demanda de títulos negociables no sujetos a retención sobre sus rendimientos y, por consiguiente, más susceptibles de ocultación fiscal. La transformación posterior de estos activos en pagarés bancarios fue el resultado del menor gravamen de estos últimos en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, manteniendo las mismas características fiscales y operativas de los efectos. Como ya hemos comentado, la Ley 14/85 supuso el freno absoluto a la emisión de pagarés ante la pérdida de sus beneficios fiscales, situación ante la cual reaccionaron las entidades de depósito desplazando el grueso de su obtención de pasivo a plazo a la cesión temporal de pagarés del Tesoro, cuya demanda venía aumentando desde 1983, aunque a ritmos mucho menores. Este proceso continuó en 1986, si bien en este año, ante el descenso de la rentabilidad de los pagarés del Tesoro, aumentó fuertemente la demanda por parte del público de depósitos a plazo ordinarios y certificados de depósito, ¡por primera vez desde 1982!

Lo que parece una transformación más permanente de la estructura de demanda de acti-

vos financieros por parte del sector de empresas no financieras y familias es la reducción de la importancia del componente disponibilidades líquidas dentro del conjunto de los activos líquidos. Si en 1983 aquéllas suponían el 76 por 100 del crecimiento de éstos, el porcentaje se había reducido en 1985 al 39 por 100 y habrá descendido aún más en 1986. Los beneficiarios de esta transformación son, ya lo hemos visto, las cesiones temporales de pagarés del Tesoro y las adquisiciones en firme de estos mismos títulos y de pagarés de empresa en el segmento a corto plazo, y los títulos de renta fija y variable en el segmento más a largo plazo.

Es importante detenerse un momento a considerar la evolución de las compras de pagarés de empresa por parte del sector privado. Aparecidos inicialmente en 1982, al tiempo que los efectos de propia financiación y por las mismas razones que éstos, los pagarés de empresa tuvieron un desarrollo importante en los años siguientes, hasta que la obligatoriedad de información a las autoridades fiscales primero y, en 1985, la imposición de retención fiscal sobre sus rendimientos parecieron asestar un golpe de gracia al mercado. No fue así, sin embargo, pues la emisión de estos títulos conoció a partir de comienzos de 1986 un crecimiento espectacular que las cifras del cuadro n.º 5, con ser las oficiales, infravaloran en gran medida, debido a las dificultades de obtener información fidedigna de un mercado hoy por hoy tan poco estructurado como éste.

Esta nueva explosión de los pagarés de empresa obedece a dos circunstancias; por una parte, el descenso de la rentabilidad

de los pagarés del Tesoro, impulsado por su propio emisor, que ha forzado a particulares y empresas no interesados en la ocultación fiscal a buscar mejores rendimientos en otros activos. Por otra, el nuevo auge del proceso de desintermediación bancaria, que ha llevado a un número creciente de empresas de primera fila a buscar un contacto directo con los prestamistas fuera de los canales habituales del crédito intermediado. Todo hace pensar que estas motivaciones continuarán haciendo pesar su influencia en los próximos meses, lo que augura un futuro crecimiento de este mercado, máxime si consigue autorregularse y establecer estructuras operativas que faciliten la negociación de los títulos y la protección de los inversores.

Nos hemos referido al descenso de la participación de los ALP en la variación de activos financieros del sector familias y empresas, y acabamos de ver cómo los pagarés de empresa son una de las causas de tal reducción. El otro conjunto de activos hacia el que se ha desviado la demanda es el de los de mayor plazo, es decir, la renta fija y variable. Entre los de renta fija, el predominio corresponde a las emisiones de las AAPP y las empresas no financieras. Estas han aprovechado las ventajas de la desgravación fiscal para colocar volúmenes crecientes entre el público, una vez que la transformación de los coeficientes de inversión obligatoria secó la demanda fácil de las cajas de ahorros. La desaparición, a partir de 1987, de las ventajas fiscales de estos activos, plantea dudas sobre sus posibilidades de colocación futuras, aunque despeja también el camino hacia el desarrollo del mercado secunda-

rio de renta fija privada, colapsado hasta ahora, entre otras varias razones, por la inmovilización de las carteras privadas consecuencia de la necesidad de retener los títulos durante tres años para aprovecharse de sus beneficios fiscales.

Por su parte, las administraciones públicas han convertido la necesidad en virtud y, en particular en 1986, han compensado el descenso en la demanda de pagarés del Tesoro con fuertes volúmenes de emisiones de deuda a medio y largo plazo, intensamente demandada ante la perspectiva del descenso de los tipos de interés a medio plazo. La cantada desaparición del pagaré del Tesoro en un futuro próximo, reducido su papel a convertirse en refugio del dinero negro, está impulsando ya la creación de un potente mercado secundario de deuda pública que, apoyado sobre la anotación en cuenta de estos títulos, se convertirá en la próxima punta de lanza del proceso de innovación financiera en nuestro país, asegurando la financiación sin tensiones del déficit público y convirtiéndose en un instrumento idóneo para que el Banco de España pueda instrumentar el control monetario a través de operaciones de «mercado abier-

to». Si estrechos intereses corporativos y la falta de visión de parte de nuestras autoridades económicas no lo impiden, probablemente éste será el mercado que alcance un desarrollo más espectacular en los próximos meses.

Antes de abandonar el tema de los activos financieros del sector familias y empresas no financieras conviene detenerse un momento a considerar la comparación de los saldos existentes en nuestro país con los de otros países de nuestro entorno. En un interesante trabajo (8), Fernando Gutiérrez nos ofrece información al respecto. Como el cuadro n.º 6 permite apreciar, el volumen total de activos financieros detentados por el sector en España constituye un porcentaje del PIB sustancialmente menor que el de cualquiera de los países reseñados. Por contra, el segmento más a corto plazo, las disponibilidades líquidas, representa en España una proporción de los activos totales (75 por 100) mayor que la de cualquiera de los otros países, excepto Italia. La contrapartida es, desde luego, que los títulos de renta fija y variable ocupan una posición en las carteras de los inversores españoles bastante menos importante que en otros países.

El conjunto dibuja un enorme potencial de crecimiento de los activos financieros en nuestro país, que mantendrá presumiblemente la pérdida de importancia paulatina de las disponibilidades líquidas y se centrará en los títulos de renta fija y variable y en las reservas de seguros que en el cuadro n.º 6 están subsumidas en el apartado «otros».

#### B) Variaciones de pasivos financieros

La evolución de los pasivos financieros del sector de empresas no financieras y familias está dominada por los créditos, que suponen más de las dos terceras partes de la financiación obtenida por el sector. Ellos son los que explican el importante descenso experimentado por la variación de pasivos en 1984 y su muy lento ritmo de avance en los últimos años.

En 1984 los elevados tipos de interés del crédito bancario y la importante mejora del excedente empresarial se combinaron para provocar una drástica reducción del crédito concedido por las instituciones financieras. Ese año el sector privado obtuvo la financiación necesaria en los mercados exteriores, la emisión de títulos de renta fija y, so-

CUADRO N.º 6  
ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS (SALDOS) (% PIB)

	España (1985)	Alemania (1984)	EE.UU. (1984)	Italia (1983)	Japón (1985)	Reino Unido (1983)
Disponibilidades líquidas (M <sub>3</sub> )	78,4	64,2	68,8	85,1	162,5	—
Títulos de renta fija .....	4,3	13,9	9,3	22,0	25,2	10,9
Títulos de renta variable .....	2,9	1,8	36,2	19,6	5,4	7,2
Otros .....	18,9	41,6	62,6	4,1	23,0	—
Total activos financieros .....	104,5	121,5	176,9	130,8	216,1	127,6

Fuente: Fernando Gutiérrez (1986).

bre todo, desarrollando intensamente el mercado de pagarés de empresa, cuyo atractivo propio se veía reforzado por la relativa opacidad fiscal que proporcionaba a sus inversores.

La situación cambió completamente a partir de 1985; por una parte, la ya muy mentada Ley 14/85 sobre Régimen Fiscal de Activos Financieros supuso un importante freno a la emisión de pagarés de empresa, mientras que, por la otra, la reducción de los tipos de interés practicados por las instituciones financieras provocaba el renacimiento de la demanda de crédito interno. Esta se vió reforzada por la importante política de cancelación de créditos en divisas practicada por las empresas públicas y privadas como respuesta, en lo fundamental, a la importante revalorización del dólar producida en los años anteriores. Este proceso, que ha continuado en 1986, ya más impulsado desde la Administración por razones de política de tipo de cambio, supuso que la financiación neta recibida del exterior resultase negativa en los últimos dos años por volúmenes muy importantes (317 miles de millones en 1985 y 513 miles de millones hasta septiembre de 1986).

Con todo, el freno al mercado de pagarés de empresa se demostró de corta duración y, ante la apertura del diferencial con los pagarés del Tesoro, se volvieron a demandar en 1986 importantes volúmenes de pagarés, que las empresas ofrecieron en condiciones de gran flexibilidad en cuanto a nominales y plazos, fuera ya por completo de los canales bursátiles a través de los cuales discurrió el pagaré de empresa en el período inicial del mercado.

En estos años, la emisión de títulos de renta fija muestra claros síntomas de avance, si bien el número de empresas que acceden a este mercado es reducido y el desarrollo del mercado secundario, aún muy incipiente. Falta una percepción clara por parte de los agentes potenciales sobre las ventajas del desarrollo amplio de la negociación de estos títulos y faltan, también, estructuras de compensación y liquidación que simplifiquen los intercambios. En cualquier caso, las que posiblemente eran las causas fundamentales de colapso del mercado ya han sido suprimidas (la colocación forzada vía coeficiente y la desgravación fiscal a los inversores individuales), con lo que son de esperar nuevos avances en el futuro cercano.

Finalmente, el buen momento vivido por la Bolsa en los últimos años ha impulsado a las empresas a utilizar de forma creciente esta vía de financiación, tendencia que sin duda continuará en el futuro. No obstante, las cifras del cuadro n.º 5 no deben inducirnos a error, pues una parte importante de los volúmenes reseñados corresponden a las aportaciones del Estado a las empresas públicas y a la contrapartida de la asunción de deudas del INI (192,3, 121,1 y 354,1 miles de millones en 1983, 1984 y 1985, respectivamente).

### III. CONCLUSIONES

El descontrol monetario es el resultado del conflicto entre la regulación financiero-fiscal, en buena parte motivada por las necesidades financieras del Estado, y el diseño del control monetario, que ha sobrepasado con creces la frontera de los medios de pago para adentrarse, casi sin

límite, en el campo de los activos que pueden definirse como líquidos.

La inestabilidad de la demanda de ALP ha conducido al abandono del objetivo de control en favor de la regulación del tipo de interés a corto, aunque sólo mientras se procedía a diseñar el próximo paso para la ampliación del agregado monetario.

La excesiva preocupación por regular la evolución de los tipos de interés es un reflejo de política monetaria activista, muy criticable, entre otras razones, por el desconocimiento de sus verdaderas consecuencias. En cuanto a la imposibilidad de controlar el agregado monetario, la respuesta quizá no debería haber sido su ampliación, sino su reducción. Naturalmente, esto exige una discusión en mayor profundidad de la relación entre objetivo intermedio y objetivo último, pero, sin lugar a dudas, la mayoría de los actuales problemas de controlabilidad desaparecerían.

También es necesario desvincular el control monetario de la financiación del déficit público, así como evitar la tentación de pretender que ésta lo sea a tipos inferiores a los del mercado. Si de lo que se trata es de reducir la carga financiera, monetícese un mayor porcentaje del déficit. Si esto choca con la política antiinflacionista, quizá sea que se están intentando políticas incompatibles de déficit e inflación.

A la hora de valorar en su conjunto las transformaciones experimentadas por los flujos financieros en los últimos años surgen algunas ideas centrales que ayudan a situar tales cambios en la perspectiva adecuada.

**Innovación:** Nuestro sistema financiero ha desarrollado una gran capacidad de innovación, adecuando productos y servicios a las necesidades de los inversores y soslayando con fórmulas imaginativas las restricciones impuestas por las autoridades económicas y fiscales. De esta forma, la dialéctica del regulador y el regulado ha tendido a saldarse con ventaja para este último, al igual que ha venido sucediendo en otros sistemas financieros más desarrollados. Esta capacidad de innovación, que no se ha reducido a las empresas e instituciones privadas, ha resultado en una elevada inestabilidad de la estructura de flujos financieros de la economía; valgan como ejemplo los cambios experimentados por la estructura de financiación del Tesoro y la modificación cada año de la variación de activos financieros del sector privado. Estos desplazamientos de flujos han supuesto dificultades adicionales para la planificación del control monetario, principalmente cuando se produjeron entre activos incluidos y no incluidos en el agregado monetario objeto de control.

**Desintermediación:** El proceso desintermediador se ha desarrollado ampliamente en los últimos años, impulsado por los pagarés del Tesoro y, más recientemente, por los pagarés de empresa. Ello ha forzado a los intermediarios financieros a un replanteamiento de parte de su actividad, a la búsqueda de rentabilidades a través de la participación en los procesos de emisión y circulación de los títulos. De acuerdo con la experiencia de otros sistemas financieros, hay que esperar que este proceso continúe con fuerza en el futuro, máxime si el Tesoro avan-

za en la sustitución de deuda a corto por deuda a medio y largo plazo.

**Plazo-Liquidez:** Después de un período en que la concentración en los segmentos de mercado más a corto plazo ha sido absoluta, parece que empiezan a apuntarse tendencias hacia un desarrollo más amplio de los mercados a plazo más largo. Ello no redundará, sin embargo, en pérdida de liquidez de los activos, tanto debido al desarrollo previsible de las estructuras operativas de ciertos mercados (deuda pública, obligaciones privadas) cuanto a la extensión de fórmulas operativas, como las ventas con compromiso de compra.

## NOTAS

(1) El artículo fundamental sobre este punto es Sargent, T., y N. Wallace (1981). Con referencia al caso español, pueden consultarse J. Viñals (1985) y R. Repullo (1986).

(2) «La economía española en 1986», *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre, 1986, pág. 34. Ver también BEBE, enero 1987, pág. 21.

(3) BEBE, noviembre, 1986, pág. 35.

(4) «Financial Change and Broad Money», Bank of England, *Quarterly Bulletin*, diciembre, 1986.

(5) Banco de España, *Informe Anual*, 1985, pág. 119.

(6) Banco de España, *Informe Anual*, 1985, pág. 125.

(7) Nótese que las cifras del cuadro número 4 para 1986 se refieren únicamente al Estado y sólo hasta septiembre.

(8) Vid. Fernando Gutiérrez (1986).

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

GUTIERREZ, F. (1986), «El ahorro financiero de las empresas no financieras y las familias en España (1970-1985): Una comparación internacional», *Boletín Económico del Banco de España*, septiembre, 1986.

REPULLO, R. (1986), «Déficit, deuda pública e inflación: aspectos teóricos y aplicación al caso español», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre, 1986, páginas 13-24.

SARGENT, T. J., y N. WALLACE (1981), «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5.

VIÑALS, J. (1985), «El déficit público y sus efectos macroeconómicos: Algunas reconsideraciones», *PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA*, n.º 23.