

## EL FUTURO DEL PAGARE DE EMPRESA

En este artículo, **José Luis Campos Echeverría** comienza examinando los pagarés de empresa en sus inicios, paralelamente al pagaré del Tesoro y como trasfondo de una relación de competencia entre el sector privado financiero y el público.

Ante el auge del pagaré de empresa, la reacción del sector público se produce marcando coeficientes y alcanza posteriormente su punto culminante con la Ley de Activos Financieros, en que queda neutralizado el pagaré de empresa.

En su nueva variante, el pagaré de empresa con retención entra en una nueva etapa de expansión que va a implicar el establecimiento de un mecanismo para su catalogación y liquidación, así como la necesidad de un sistema de calificación de la solvencia que, junto a la eliminación de algunas incertidumbres fiscales y la consecución de un cierto grado de fluidez en el secundario, son los puntos que darían lugar a la consolidación definitiva de este activo.

**E**L análisis de los pagarés de empresa en su origen, desarrollo y futuro nos lleva obligadamente a su consideración dentro de las relaciones entre el sector financiero público y el sector financiero privado como emisores y, dentro de ellas, especialmente en sus etapas de iniciación y desarrollo, con el pagaré del Tesoro, ya que en el futuro el pagaré de empresa lo vemos más fuertemente implicado con los créditos a interés variable, la deuda pública en anotaciones en cuenta con pacto de recompra y las letras del Tesoro.

### I. NACIMIENTO DEL PAGARE DEL TESORO AL PUBLICO, 1982

#### 1. Unificación del déficit y control monetario. La época de la subasta cara

El pagaré del Tesoro, cuyas primeras emisiones se habían realizado en 1981 (para instituciones), pasó en 1982 a emitirse en subasta para cualquier inversor, siendo España el único país europeo en el que el inversor podía invertir en papel del Estado con liquidez a corto plazo. Se emitía así un activo con la doble función de financiar el déficit y de servir para el control monetario. En su primera etapa, al no asumir el sistema bancario la comercialización del producto y no tener el Tesoro redes de distri-

bución, las subastas fueron encareciéndose, superando el 16 por 100 en el año, en un clima de restricción monetaria y sin que aumentaran en esta escalada (desde el 13 por 100) de una forma significativa las cifras de colocación.

#### 2. Semicoeficientes y coeficientes de pagarés del Tesoro al sistema bancario

Posteriormente la autoridad monetaria recomendó al sistema bancario que acudieran a las subastas, recomendación que luego, ante la necesidad de unas cifras fuertes de colocación, se convirtió en un coeficiente explícito. Todo ello permitió la financiación de gran parte del déficit por dichos activos y la unificación de los activos monetarios públicos, transformándose en pagarés del Tesoro los certificados de regulación monetaria, y produciéndose así el control monetario sobre una base mucho más amplia de suscriptores, con lo que supone de abaratamiento y mayor estabilidad del mismo.

### II. EL PAGARE DE EMPRESA

En este marco de restricción monetaria, el sector privado, cuyas primeras emisiones a corto (las letras) habían sido bloqueadas por la nueva legislación, reacciona emitiendo paralelamente pagarés privados en dos vertientes principales, las de los pagarés de empresas no financieras, que son los que llamaremos resumidamente pagarés de empresa, y que se van a examinar en este comentario, y los pagarés bancarios de cajas y bancos, que suponen simplemente otra forma de pasivo creado

para soslayar controles que limitaban su competitividad en la captación de recursos.

### **1. El papel de la banca extranjera y las SMMD**

En una primera etapa, el pagaré de empresa sin excepción nace de la mano de una entidad bancaria, por lo general extranjera, que ofrece un tipo inferior al de sus líneas de crédito y por otro lado, el soporte de solvencia de un crédito subsidiario; soporte de solvencia que tenía un carácter ambiguo, que no llega a ser aval, ya que responde del pago el día del vencimiento del pagaré, pero no responde por lo general de la insolvencia durante la vida del pagaré.

Posteriormente, el pagaré de empresa, al consolidarse, cobra autonomía, no necesitando de un crédito subsidiario para su lanzamiento al mercado; las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, el equivalente al *dealer* del mercado americano, comienzan a jugar el papel de especialistas en la creación de este mercado que tienen en otros países, papel que no han podido jugar con la plenitud que se podía esperar, dada la normativa existente, la cual tiende a evolucionar en sentido positivo.

### **2. Los principales sectores y modelos de emisión**

Tres enfoques principales podemos distinguir en las empresas en cuanto a su política de emisión de pagarés. Dos de ellos confluyen en las grandes empresas.

El primero, cuyo ejemplo serían las empresas semipúblicas (Telefónica, ENDESA), se define por el uso del pagaré de empre-

sa como elemento abaratorador del pasivo, por su carácter económico de crédito movilizable y divisible para vender al menudeo. El mecanismo de colocación es, por lo general, en subasta idéntica a la del Tesoro. No se produce una auténtica desintermediación en el sistema bancario, que es en general el suscriptor, y no se produce la apertura de un canal distinto de financiación.

RENFE representa el segundo enfoque, en el que sí se crean unos canales alternativos a las líneas de crédito bancarias, se mantiene una emisión continua en sus dos factores (menudeo y por mayor a la medida) y, al trabajar con instituciones financieras no bancarias en un porcentaje considerable, se ha dado un grado notable de desintermediación.

El tercer sistema va ligado por lógica a las empresas más pequeñas o que, siendo mayores, sólo emiten ocasionalmente, con lo que emiten tuteladas por un banco, caja o SMMD, abaratando una necesidad transitoria de circulante. En general, por tanto, estas emisiones son a muy corto plazo (de uno a tres meses).

En el caso RENFE no se da esa adscripción concreta del pagaré a su concepto de circulante comercial, sino que se emite a todos los plazos, que pueden alcanzar en ocasiones hasta los tres años.

### **3. La entrada generalizada del sistema bancario**

Con la consolidación total del pagaré de empresa sin retención, entra ya la gran banca y el resto del sistema en los mecanismos de fomento de emisión de

pagarés por las empresas. Emisiones que se aceleran, como veremos, en vísperas de la Ley de Activos Financieros; la actitud del sistema bancario es fundamental, claro está, para que el mercado de pagarés de empresa cobre una dimensión significativa.

### **III. LA REACCION DEL SECTOR PUBLICO**

Ante el impulso que va tomando la emisión tanto de pagarés de empresa como de pagarés bancarios (ver cuadro número 1), el sector público reacciona haciendo computar al sistema bancario los pagarés bancarios, haciendo descender su excelente competitividad en el precio, y por otro lado se impone a bancos, cajas y SMMD la obligación de cubrir coeficiente sobre los pagarés de empresa avalados o los realizados con pacto de recompra.

En 1984 se produce el lanzamiento del mercado libre de pagarés del Tesoro. El descenso de la inflación recogió en su génesis una desaceleración excepcional en los ciclos económicos españoles de la demanda de crédito, lo que creó fuertes problemas de colocación de sus excedentes a bancos y cajas, y llevó a los mismos a invertir voluntariamente en pagarés del Tesoro cifras muy importantes, que se acercaron a los dos billones de pesetas y superaron el 8 por 100 de los pasivos.

Este almacenamiento de pagarés del Tesoro dio lugar a unas cifras de contratación de éstos al vencimiento que superaron en varios meses los cien mil millones, rozando en algún mes los 300.000 millones, con una enor-

me potenciación de las SMMD como cadena de transmisión entre el Tesoro, el sistema bancario y el público.

En esta nueva síntesis vemos que la evolución del mercado de pagarés del Tesoro lleva a una cada vez más estrecha interrelación entre el Tesoro y el sistema bancario, debido al incremento acelerado de la masa viva de pagarés del Tesoro, con el consiguiente peso fundamental tanto en la financiación del Tesoro como en la de resultados del sistema bancario, por el porcentaje alcanzado en su activo. Todo intento de abaratar la financiación del Tesoro repercute en su colocación y en la cuenta de resultados del sistema bancario; la no suscripción por parte del sistema bancario daría lugar al alza del tipo en los pagarés del Tesoro, transmitiéndose ésta a los pasivos bancarios.

#### IV. SECTOR PRIVADO. EL PAGARE DE EMPRESA COMO COMPETIDOR DEL PAGARE DEL TESORO

Por las mismas causas que el pagaré del Tesoro, y en el marco favorable de laxitud monetaria, el mercado de pagarés de empresa experimentó un fortísimo incremento, hasta el punto de que, como se puede observar en el cuadro n.º 1, los pagarés de empresa superaron en 1984 a los pagarés del Tesoro en las compras por parte del público; lo que es lógico, por otro lado, dado el diferencial de tipos existente a favor de los pagarés de empresa (cuadro n.º 2). El mercado de pagarés de empresa en esos momentos supera los

CUADRO N.º 1  
PAGARES DE EMPRESA Y PAGARES DEL TESORO  
(En miles de millones)

	1983	1984	1985	1986
<b>Emisiones netas</b>				
Pagarés de empresa .....	82	320	-40	+160
Pagarés bancarios .....	1.700	1.660	-522	-2.338
Pagarés del Tesoro .....	1.195	2.365	1.424,9	800
<b>Volumen vivo</b>				
Pagarés de empresa .....	82	406	376	533
Pagarés bancarios .....	1.700(1)	3.360	2.838	500
Pagarés del Tesoro .....	1.310	3.675,4	5.100	5.900

(1) En enero de 1984.

600.000 millones (1), con cuatro sectores principales. En el cuadro n.º 5 se recoge la distribución sobre cifras infravaloradas del Banco de España.

- El primero y más importante segmento es en el que se encuentran RENFE y las empresas semipúblicas, ENDESA, Telefónica y SEAT principalmente. Este mercado supone más del 50 por 100 del total.

- Las empresas eléctricas, FECSA y FENOSA principalmente.

- Las multinacionales, de la mano de la banca extranjera.

- Las pequeñas empresas tuteladas por algunos bancos como el Banco de la Pequeña y Mediana Empresa.

CUADRO N.º 2  
PAGARES DE EMPRESA Y PAGARES DEL TESORO  
TIPOS Y DEUDA VIVA  
(En miles de millones)

	1983	1984	1985	1986 (E)
<i>Pagarés del Tesoro total</i> .....	1.310	3.675,4	5.100	5.900
Instituciones financieras .....	848	2.941,4	2.782	2.453
Público .....	462	734	2.318	3.447
<i>Pagarés de empresa total</i> (1) .....	82	406	376	533,(E)
<i>Tipos de interés</i>				
Pagarés del Tesoro .....	15,84	14,22	11,81	9,20 7,85
Pagarés de empresa .....	16,33	13,54	12,50	12 10,75
Préstamos tipo variable .....	20,85	13,68	14,60	11,80 12

(1) No existen estadísticas fiables sobre las tenencias separadas del público y las instituciones financieras.

## V. LA NEUTRALIZACION DEL PAGARE DE EMPRESA POR EL SECTOR PUBLICO. LA LEY DE ACTIVOS FINANCIEROS

Al conocer el proyecto de ley de activos financieros, por el que se someten a identificación y retención los pagarés de empresa, se desencadenan dos fenómenos con gran intensidad.

Por un lado, *renovaciones anticipadas* de los pagarés existentes, lo cual creemos que se concentra más en los pagarés bancarios.

Y por otro, el almacenamiento de nuevas emisiones; hecho que tuvo gran importancia en los pagarés de empresa en colaboración con la banca, manteniendo en cartera fuertes cifras de nuevas emisiones (intervenidas por agente, con lo que se daba el requisito de puesta en circulación), que se comercializaron a partir de la entrada en vigor de la Ley.

Con la entrada en vigor de la Ley, se inicia el proceso de transferencia del dinero opaco de activos privados a pagarés del Tesoro; la masa susceptible de transferencia situada en activos privados (cédulas hipotecarias, pagarés de empresa, pagarés bancarios e imposiciones a plazo) se podía estimar en cuatro billones.

Se produce un gran cambio, por tanto, en la cartera de los particulares; la banca debe, en aquel momento, almacenar pagarés del Tesoro para cubrir la demanda de aquellos clientes suyos a los que les vencen pagarés privados. De esta forma

mantiene al menos el cliente, ya que no el pasivo.

En una primera etapa (mayo/agosto), el 65 por 100 de los pasivos financieros privados pasaron a pagarés del Tesoro. Posteriormente la baja de los tipos a corto en pagarés del Tesoro y su sustitución por pagarés de empresa, que comentaremos posteriormente, colaboraron en parte a que este porcentaje se redujera después del verano al 55 por 100. Creemos que, efectivamente, la tendencia es a la reducción de la orientación a pagarés del Tesoro, pero, a nuestro juicio, este efecto está acelerado por esta sustitución a corto.

Todo este cúmulo de transferencias llevó al sistema bancario a verse presionado expansivamente por el activo y restrictivamente por el pasivo. El efecto sobre el activo se debe esencialmente a la vuelta a la financiación bancaria de aquellas empresas a las que les vencen los pagarés de empresa emitidos, y sobre el pasivo, al ya comentado proceso de sustitución de pasivos bancarios por pagarés del Tesoro.

## VI. LA DIGESTION POR EL SECTOR PRIVADO DE LA LEY DE ACTIVOS FINANCIEROS

El balance del brusco cambio en las carteras de los particulares ha sido satisfactorio para los tres sectores implicados.

Para el Tesoro, porque ha logrado aumentar fuertemente el volumen de pagarés en manos del público, con un descenso apreciable de los tipos y el consiguiente ahorro de intereses. La

banca ha mantenido la mayoría de sus clientes, realizando importantes beneficios con las ventas de pagarés del Tesoro. Respecto a las empresas, las implicadas en la sustitución de financiación (pagarés de empresa por líneas de crédito bancario) la pudieron realizar con holgura y sin sufrir apreciable subida de los tipos de interés.

A partir de la entrada en vigor de la Ley se produjeron también las transferencias masivas de los pagarés de empresa sin retención, almacenadas por el sistema bancario, al público, proceso rápido y que se agota en el último trimestre de 1985. A partir de ahí se abre un periodo de tránsito que abarca el primer trimestre de 1986, en el que la inercia del mercado va ligada a las incertidumbres legales que se plantean en el diseño del producto, en su puesta en marcha y en la complicada creación del mercado secundario (certificados, retenciones, liquidaciones por la empresa o por el intermediario, tratamiento de entidades del sistema bancario, SMMD, etcétera), pero ya en el segundo trimestre de 1986 surge el mercado con gran fuerza, hasta el punto de que, frente a 30.000 millones de emisiones netas en 1985 para el periodo enero-septiembre, éstas ascendieron a 350.000 millones para el mismo periodo en 1986, según datos del Banco de España, lo que supone el 35 por 100 del incremento de pasivos financieros del sector privado, y el 50 por 100 de los créditos y pasivos de renta fija. Esto nos da una idea clara de la importancia creciente del pagaré de empresa en la financiación de las empresas.

En los cuadros n.<sup>os</sup> 3 y 4 vemos el avance del pagaré de empresa en un marco financiero

CUADRO N.º 3  
**PAGARES DE EMPRESA**  
**SUS DIMENSIONES EN LOS FLUJOS FINANCIEROS DEL SISTEMA**  
 (Porcentaje sobre total pasivo)

	Flujos			Saldo al 31-12-85
	1983	1984	1985	
Mercado interbancario .....	22,5	15,7	13	14,3
Títulos del mercado monetario .....	16	30	18	9
— Pagarés del Tesoro .....	13	26	15,5	6,7(*)
— Pagarés de empresa .....	0,9	3,5	-0,4	2,3

(\*) 370.000 millones.

CUADRO N.º 4  
**PAGARES DE EMPRESA**  
**SU PESO EN LOS ACTIVOS Y PASIVOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS**  
 (en porcentajes)

	1983	1984	1985	Sobre sal- dos totales
<b>Activos</b>				
Pagarés de empresa .....	2,6	7,9	-0,25	1,1
Activos financieros empresas y familias.				
<b>Pasivos</b>				
Pagarés de empresa .....	3,3	18,0	-2,2	1,4
Pasivos financieros empresas y familias				

más amplio, y constatamos su fuerte crecimiento en los años 83 y 84 y el corte brusco que supuso el año 1985; creemos que en 1986 vuelve el pagaré de empresa a insertarse en la onda expansiva de los años anteriores.

## VII. EL NUEVO PAGARE DE EMPRESA. SU SITUACION ACTUAL Y SU FUTURO

El pagaré de empresa, hasta la Ley de activos financieros, tenía su competidor más directo en el pagaré del Tesoro, el cual servía de punto de referencia para mar-

car los tipos de emisión de las empresas. A partir de la entrada en vigor de dicha Ley, los tipos de los pagarés del Tesoro, debido a su exclusividad como activo financiero sin retención, se desligan a la baja de los tipos de los pagarés de empresa, que están mucho más conectados en cuanto a coste comparativo con el crédito bancario ligado al mercado monetario. Esta tendencia se enmarca gráficamente en el cuadro. Se pasa por tanto, desde el punto de vista empresarial, de plantearse «cuánto pago por encima de Tesoro» a predominar el planteamiento de «cuánto me ahorro respecto a un crédito».

Ante la baja de los tipos en los pagarés del Tesoro, se ha producido una expulsión de los mismos por los pagarés de empresa en el mercado monetario, dado el muy superior tipo pagado por éstos a instituciones que admiten sin problemas la retención. Esta sustitución se ha producido principalmente en los plazos de uno a tres meses. Así, de junio a octubre de 1986, la cuenta de terceros en pagarés del Tesoro referida a pactos de recompra, que recoge normalmente todas las operaciones a noventa días, disminuyó en más de 400.000 millones, siendo sustituidos dichos pagarés del Tesoro principalmente por pagarés de empresa y cesiones de crédito del sistema bancario.

Esta área de desarrollo del mercado de pagarés de empresa va a sufrir a corto plazo la fuerte competencia de las futuras letras del Tesoro y los pactos de recompra de la deuda en anotaciones en cuenta, por lo que lógicamente verá reducida de forma importante su actual dimensión.

El futuro del pagaré de empresa va ligado a la postura del sistema bancario en la promoción del mismo. En el periodo transcurrido, la actitud del sistema bancario ha sido totalmente positiva, como era de esperar, por la gran agilidad del producto y sus márgenes totales, dado que, al movilizar sus créditos con esta fórmula sustitutiva, los bancos evitan la movilización de recursos propios que supone (por el coeficiente de garantía legal exigido) el mantenimiento de créditos a empresas privadas en cartera. Por otro lado, las entidades bancarias pueden realizar la comercialización en simbiosis con sus propios pasivos, mezclando

CUADRO N.º 5  
**PAGARES DE EMPRESA**  
**ESTIMACION SALDOS 1986**

RENFE .....	220.000
ENDESA, Telefónica, Iberduero, FENOSA, FECSA y empresas del INI .....	150.000
Multinacionales y otras empresas no financieras .....	40.000
Financieras no bancarias .....	120.000
Total .....	530.000

en un solo paquete de oferta ambos productos.

Continúan emitiendo los mismos sectores que lo hacían antes de la Ley de activos financieros, con algunas excepciones (por ejemplo, SEAT, que no tiene la presencia que tuvo en años anteriores en el mercado), destacando cuatro grupos esenciales.

- RENFE y las grandes empresas, públicas en su mayoría, Telefónica, ENDESA.
- Empresas eléctricas e industriales, FECSA, FENOSA, Iberduero.
- Multinacionales.
- Empresas financieras no bancarias (*leasing*, financieras, etcétera...).

En el cuadro n.º 4 vemos las dimensiones estimadas de dichos sectores. Ya hemos comentado las diferencias de filosofía de mercado que se mantienen entre RENFE y el resto. Es de esperar que la gran expansión se vaya a producir en los grupos de empresas eléctricas, industriales y comerciales, y multinacionales.

El abanico de tipos es bastante reducido, dadas las diferencias de calidad de las emisiones;

a noviembre de 1986 se puede decir que, para un año, se halla entre el 10,25 por 100 de tipo de interés efectivo a final del período para el primer grupo y el 11 por 100 para empresas en el resto de los grupos.

La tendencia lógica en el mercado de pagarés de empresa nos lleva a una mayor información, transparencia y catalogación de las emisiones que requieren las autoridades competentes.

Todo ello se conseguiría, en parte, con un sistema de compensaciones de operaciones (*clearing*) que suponga la admisión formal en el mismo; todo ello para un mercado secundario más solvente y fluido, al eliminar

la existencia física de los pagarés de empresa y funcionar paralelamente a los pagarés del Tesoro en anotaciones en cuenta (2).

A los requisitos formales exigidos por las autoridades debe acompañar la necesaria flexibilidad respecto a los aspectos que pueden verse sometidos a grandes variantes por el marco económico.

Complementando y fundamentando todo lo anteriormente indicado sobre la organización de los mercados, se constata en el momento actual la imperiosa necesidad de una valoración cualitativa y comparativa entre sí de las diversas emisiones, como orientación al inversor.

El *rating* presenta tres aspectos esenciales para su establecimiento:

- Definir unos grados de solvencia mínimos para la calificación.
- Fijar una jerarquización de tipos en función de la calidad, cuestión que hoy en día no existe (hay sociedades que, por su calidad, podrían emitir más barato, y viceversa).

CUADRO N.º 6  
**INCIDENCIA MARGINAL DE LOS PAGARES DE EMPRESA EN LOS FLUJOS MONETARIOS**  
**(miles de millones)**

	1985	1986 (E)	1987 (E)
Activos líquidos en manos del público (M4) (1) .....	26.034	28.898	31.210
Crédito interno al sector privado .....	18.310	19.896	21.348
Pagarés de empresa .....	373	533	693
Pagarés de empresa/M4 (en %) .....	1,40	1,85	2,20
Pagarés de empresa/crédito interno (en %) .....	2	2,70	3,25

(1) Recoge efectivo en manos del público + depósitos bancarios + empréstitos, pagarés del tesoro y otros activos.

**DATOS DEL MERCADO DE PAGARES DE EMPRESA.  
OPERACIONES EN PESETAS REALIZADAS EN EL MES  
(Millones de pesetas y %)**

Datos solicitados	Importe valores nominales	Importes por plazos (de origen)					Tipos de interés (****)			
		Hasta 3 meses	De 3 a 6 meses	De 6 a 12 meses	De 12 a 18 meses	A más de 18 meses	A 3 meses (75-105)	A 6 meses (150-210)	A 1 año (335-395)	A 18 meses (515-575)
A. Colocaciones (*)										
A.1. Al público										
A.2. A otros intermediarios financieros										
B. Compras en firme										
B.1. A los emisores										
B.2. Al público										
B.3. A otros intermediarios financieros										
C. Ventas en firme										
C.1. Al público										
C.2. A otros intermediarios financieros										
D. Amortizaciones										
D.1. Títulos presentados a la entidad por el público para su amortización (**)										
D.2. Amortizaciones de la cartera										
E. Variaciones de la cartera (= B - C - D <sub>2</sub> ) (***)										

(\*) Sin toma de posiciones de la entidad.

(\*\*) Independientemente de que la entidad tenga que presentarlos, a su vez, a otra para su cobro.

(\*\*\*) Conciderá con la diferencia que se produce entre dos meses consecutivos del concepto «Pagarés de empresa en Cartera» de «otras informaciones complementarias» al estado M.1.

(\*\*\*\*) Tipos de interés medios de las operaciones realizadas en los plazos de días que figuran entre paréntesis.

— Este cuadro, recogido de la circular del Banco de España n.º 2 del 6 de febrero de 1987, expone los datos del Mercado de Pagarés que la banca central quiere conocer en los balances de bancos y cajas.

En el cuadro se distinguen aquellas emisiones en que las entidades actúan como simple intermediario (apartado A.), de las que actúan tomando posiciones (apartado B.)

En el sistema crediticio los pagarés de empresa pueden suponer un colchón de liquidez para el sistema bancario, reaccionando así al control monetario, ya que si la compra en firme a los emisores (apartado B1), supone un incremento en la M-4 al crecer los depósitos correspondientes (si no se financia dicha compra con pactos de recompra), la venta en firme al público (C1) supone una posibilidad de financiación adicional que no trae consigo incremento alguno de la M-4.

- Adaptar los criterios objetivos en la calificación al medio concreto del país. Al igual que en un test de inteligencia se trata de validarlo con una muestra y, por ello, un coeficiente de 120 en un test de inteligencia en Estados Unidos no es lo mismo que ese 120 en España, es necesario relativizar los anteriores objetivos del *rating* con la muestra de empresas españolas, sin querer pretender que una empresa triple AAA de España sea exactamente igual que en Estados Unidos, aunque lógicamente estará colocada entre las primeras empresas de este país.

Al no estar incluidos en las magnitudes objeto de seguimiento por parte de la autoridad monetaria, los pagarés de empresa trastornan la gestión del control, al permitir una mayor posibilidad de gasto nacional sin que se perciba en las magnitudes, es decir, supone un incremento de la velocidad de circulación del dinero que, refiriéndonos a una nomenclatura keynesiana, se debería a cambios en la *eficiencia monetaria* por la aparición de nuevos activos, para distinguirla de los cambios en la velocidad de circulación de los activos financieros catalogados monetariamente. Se exponen en el cuadro número 6 unas cifras que nos permiten ver la creciente incidencia marginal de los pagarés de empresa en los flujos monetarios.

Los pagarés de empresa van ganando peso en el sistema, pero en los incrementos se puede constatar mejor la intensidad del proceso; del incremento para 1987 del crédito al sector privado, 1.452 millones, las emisiones netas de pagarés de empresa van a superar el 11 por 100, y el 7 por 100 de la expansión de los

activos líquidos en manos del público.

La fuerte competencia en el corto plazo (activos públicos, liberalización de cuentas corrientes a la vista, cesiones de crédito) junto a las expectativas a la baja de los tipos, van a llevar en estos años a alargar el plazo de las emisiones en algunos sectores. Para las sociedades obligadas a periodificar los ingresos, se produce en la compra por su parte de pagarés de empresa a más de un año un fenómeno de doble imposición, ya que la sociedad paga el 35 por 100 por cada año, sufriendo una retención a cuenta del 20 por 100 al vencimiento sobre todos los intereses de la vida del activo, con lo que durante un año al menos, por término medio (hasta que se deduce la retención de la cuota al año siguiente del vencimiento), la sociedad ha pagado el 55 por 100 de los intereses totales del activo.

## VIII. COMENTARIO FINAL

Hemos intentado trazar la semblanza de la innovación en un activo financiero privado cuyo mantenimiento en su *status* actual, junto con un mercado secundario más fácil, ordenado y orientativo para el inversor que el existente sería beneficioso para el sistema financiero. El sector privado financiero necesita instrumentos ágiles que compensen el desequilibrio en costes de transacción y en la consecuente capacidad operativa entre el sector de renta fija privado y el público, a favor de este último.

Como toda innovación, exige un ritmo de maduración que lo haga cuajar como un activo que,

abaratando el coste de financiación de las empresas, no presione excesivamente sobre el costo de pasivo de las instituciones financieras, principalmente por los efectos de difusión.

Todo ello supone que el pagaré de empresa se integre en el espíritu de reformas financieras, de manera que el elevado grado de movilidad de los flujos financieros se mantenga en un grado de estabilidad de condiciones en la oferta de los recursos al sector productivo de la economía.

## NOTAS

(1) En esos 600.000 millones están los pagarés emitidos por entidades financieras que no pertenecen al sistema bancario (financieras, *leasing*, etc...), que superan, en una estimación aproximativa, los 100.000 millones.

(2) Después de la terminación de este artículo se está llegando a un acuerdo entre las entidades financieras para la creación de una Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, cuyo objetivo será dictar normas de control y liquidación de las operaciones.

Serán miembros de dicha Asociación las personas o entidades sometidas al control y vigilancia del Banco de España y aquellas que lo soliciten siguiendo los requisitos de recursos propios.

Asimismo, se necesitarán una serie de requisitos en los emisores para que sus pagarés se negocien por miembros de la Asociación: balances, cuenta de resultados auditada, certificación del acuerdo societario de emisión, etcétera.