

EL COEFICIENTE DE INVERSIÓN 1985-1986

La reforma del coeficiente de inversión que tuvo lugar en 1985 supuso, en primer lugar, su unificación para todas las entidades de depósito, terminando con desigualdades de trato difícilmente sostenibles en un mercado financiero competitivo. En segundo lugar, una importante reducción de su incidencia en los circuitos de financiación, que acelera los pasos dados en ese sentido en años precedentes. Y en tercer lugar, y como consecuencia de lo anterior, una profunda depuración de su contenido, excluyéndose del coeficiente numerosas líneas de apoyo, y reteniéndose sólo aquéllas en que la protección era más justificable. No obstante, como pone de manifiesto en este artículo **Raimundo Poveda Anadón**, el coeficiente de inversión sigue adoleciendo de una serie de defectos técnicos que han hecho que los países con sistemas bancarios desarrollados y competitivos hayan desechado ese instrumento, sustituyéndolo, en los casos en que el apoyo financiero oficial es necesario, por mecanismos de subvención presupuestaria.

EN un extenso trabajo anterior (1) describí la evolución de las financiaciones privilegiadas en nuestro sistema crediticio hasta diciembre de 1984. Aquella fecha, marcada inicialmente por el azar editorial, resultó luego muy apropiada como fin de una etapa en la vida de los coeficientes de inversión. En efecto, en 1985 tuvo lugar una profunda reforma de esos instrumentos, que implicó no sólo su racionalización y modernización, sino también un fuerte retroceso de su incidencia en los canales financieros. El presente trabajo se redacta, a su vez, al parecer, en puertas de lo que podría ser un nuevo y penúltimo retroceso, que terminaría, en una fecha programada, con su definitiva desactivación, a juzgar por recientes declaraciones de altas autoridades del Ministerio de Economía y Hacienda (2).

I. LA REFORMA LEGAL DEL COEFICIENTE EN 1985

1. Las reducciones de febrero

La reforma de 1985 se produjo en tres tiempos. En febrero tuvo lugar un reajuste importante a la baja de los niveles de los coeficientes de los bancos y las cajas de ahorros, acompañado de una equiparación del trato dado a ambos grupos de entidades. En mayo este último criterio se aplicó con rigor en la Ley de coeficientes. Finalmente, en las postrimerías del año la reglamentación de la Ley produjo otro reajuste bajista, así como una considerable limpieza en el contenido del coeficiente.

Las medidas de febrero se contenían en dos decretos, una orden y una circular del Banco

de España (3). La pieza clave del cambio se encuentra en la orden, que estableció el nivel final del coeficiente de inversión de los bancos, y el de fondos públicos de las cajas de ahorros, en 16,5 por 100, unificando, dentro de ellos, el tramo mínimo en cédulas para inversiones (u otros activos sustitutivos de las mismas), al nivel del 8,5 por 100.

Ello supuso dos cosas importantes. La primera, muy obvia, fue la sustancial reducción del nivel global de los coeficientes. En aquel momento, los tramos afectados estaban fijados en 21,5 por 100 para la banca comercial, 18,5 por 100 para la industrial y 25,25 por 100 para las cajas de ahorros. La reducción iba pues de 2 puntos a 8,75 puntos, según casos. Ciertamente que para no secar de golpe, y por un largo período, esta fuente de fondos para las financiaciones privilegiadas amparadas por el coeficiente, o, inversamente, para no producir problemas de cobertura insolubles a algunas entidades de depósito (la equiparación implicaba una elevación sustancial del mínimo de cédulas para inversiones de las cajas de ahorros), la orden incorporaba un plan de adaptación gradual en cinco años: los nuevos niveles se aplicarían de inmediato a las variaciones de los recursos computables en la base de cálculo de los coeficientes producidas a partir de diciembre de 1984, pero sus saldos a esa fecha soportarían unos coeficientes móviles que irían evolucionando linealmente, en sesenta escalones mensuales, desde los viejos niveles hasta los recién establecidos.

El segundo cambio introducido fue el criterio de unificación del tratamiento dado a los tres grupos de instituciones. En años

anteriores ya habían tenido lugar algunos movimientos de convergencia en el mismo sentido, pero los coeficientes, básicamente, seguían siendo diferentes en nivel, contenido y forma de cálculo. En febrero de 1985 se unificaron, con salvedades que en seguida veremos, los niveles de los coeficientes y del mínimo de cédulas para inversiones; y también se unificaron las técnicas de cómputo, al igualar para todas las entidades los desfases entre los activos de cobertura y los recursos computables en un mes (plazo que ya se aplicaba a los bancos, mientras que las cajas de ahorros tenían dos meses) (4). Sin embargo la unificación aún fue incompleta por cuatro razones: no alcanzó a los préstamos de regulación especial de las cajas de ahorros; no alcanzó a las cooperativas de crédito; tampoco afectó (ni en nivel ni en técnica de cómputo) al Banco Exterior; y no terminó con las diferencias de contenido entre el «resto» del coeficiente de inversión de los bancos y el «resto» del coeficiente de fondos públicos de las cajas. Esas insuficiencias configuraban la reforma de febrero como un anticipo, provisional e incompleto, de los cambios más radicales que pronto introduciría la Ley de coeficientes y su desarrollo reglamentario (5).

La notable reducción del coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorros, unida al aumento considerable de su tramo de cédulas para inversiones (que pasó de 3,25 por 100 a 8,5 por 100), implicaba que el «resto» de los activos computables en ese coeficiente, que antes se beneficiaba del 22 por 100 de los recursos, iba a verse fuertemente constreñido en el futuro, al no disponer ahora más que de un 8

por 100 de esos recursos. Era obvio que la demanda cautiva de tales activos sufriría una fortísima reducción. Para evitar una reiteración de los desequilibrios oferta-demanda aparecidos en anteriores disminuciones del coeficiente, esta vez se revisó la relación de los valores aptos para su cobertura, excluyéndose de ella a los títulos de renta fija de nueva emisión de la CTNE y de las compañías productoras de energía eléctrica (6). Aunque esos títulos constituían el grueso de las adquisiciones de las cajas, ocupaban el último lugar en la jerarquía de prioridades legales, y no se beneficiaban, a diferencia de otros activos computables, de un techo de rentabilidad. En consecuencia, estaban pagando ya intereses de mercado (7). Por tanto, su expulsión del coeficiente sólo implicó la pérdida del privilegio de disponibilidad, pero no un quebranto económico para las entidades emisoras. La conjuntura del mercado de crédito en 1985 y 1986 suavizó aún más las asperezas potenciales de la vuelta al mercado libre; las empresas afectadas pudieron lanzar importantes préstamos sindicados, o acudir al naciente mercado de pagarés de empresa, sustituyendo incluso con ventaja las tradicionales emisiones de bonos «privilegiados» (8).

En cambio se aumentó el porcentaje de la cartera computable que las cajas de ahorros podían dedicar a los títulos emitidos o calificados por comunidades autónomas, del 10 al 20 por 100. Ese ajuste trataba de compensar la reducción de la base de cómputo de tales valores implícita en la reducción del «resto» del coeficiente.

La reforma de febrero se completó con una reducción de un

punto en el coeficiente de inversión en pagarés del Tesoro (9). Reducción sin efectos prácticos inmediatos, ya que las entidades se situaban por entonces, voluntariamente, muy por encima de los niveles mínimos obligatorios, dada la rentabilidad de aquel papel.

2. La Ley de coeficientes

El segundo tiempo de la reforma se produce en mayo. La Ley de coeficientes (10) dedicó su título primero a las obligaciones de inversión de los intermediarios financieros, tema que reguló de forma general y coherente, derogando toda la dispersa normativa anterior.

Esta Ley afecta, potencialmente, a un colectivo de entidades crediticias privadas más amplio que el formado por las entidades de depósito (bancos privados, cajas de ahorros y cooperativas). Al igual que la Ley sobre el coeficiente de caja (11), se dirige a todas las entidades que tengan como actividad típica la de tomar dinero de terceros en forma distinta de la suscripción de acciones, a fin de prestarlo o colocarlo en inversiones financieras. En principio, la intención de ambas leyes parece ser someter todos los recursos de igual carácter, sea cual sea la entidad que los canalice, a iguales cargas u obligaciones. Sin embargo, la Ley sobre coeficiente de caja añadió una referencia explícita a las sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación y sociedades mediadoras del mercado de dinero que en la del coeficiente de inversión se omite. De hecho, en la regulación posterior de nuestro coeficiente, estas entidades serían perdonadas. Esta diferencia de tratamiento se explica porque

esas entidades tienen, por su propia naturaleza, un régimen propio de inversión poco compatible con las coberturas típicas de coeficiente; y, en el caso de las SMMD, porque operan además con recursos a corto plazo muy volátiles, no susceptibles de colocarse en los activos a largo plazo característicos del régimen obligatorio. De ahí que la propia Ley de coeficientes exceptúe expresamente de la obligación de invertir a las entidades que por su regulación específica tengan que invertir necesariamente en activos distintos, o tengan prohibido hacerlo en los computables en el coeficiente de inversión.

Los recursos que pueden formar la base de cómputo de la obligación de invertir coinciden en la Ley con los del coeficiente de caja, y se definen genéricamente como aquellos recursos procedentes de terceros que hayan sido captados, garantizados o intermediados por las entidades, cualquiera que sea la naturaleza jurídica de los medios o instrumentos utilizados, siempre que la entidad esté comprometida a la devolución de los fondos. Se exceptúan, como en el coeficiente de caja, los recursos procedentes de otras entidades sometidas a las mismas obligaciones de inversión, para evitar obligaciones «en cascada» sobre una misma base final, y también los procedentes de las entidades oficiales de crédito, en parte por una razón de naturaleza similar (las EOC no están sometidas a coeficiente, pero sus financiaciones son, en gran parte, privilegiadas o especiales), así como por su carácter eminentemente transitorio. En ambas leyes corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda concretar reglamentariamente las cate-

gorías de recursos u operaciones incluidas en la base de cómputo.

El empleo de una definición conceptual tan general pretende evitar que las entidades, aferrándose a la letra legal, inventen nuevas categorías de pasivos (o «productos») financieros no mencionados expresamente en aquélla, y por tanto exentos, como sucedía en el pasado. Aunque en su desarrollo reglamentario la relación de recursos computables tendrá que ser concreta y precisa, las nuevas operaciones que puedan aparecer podrán ser rápidamente capturadas para la base de los coeficientes. La falsa innovación financiera cuyo objeto no sea otro que eludir estas obligaciones probablemente dará frutos de breve vida a sus autores.

El objeto de las inversiones obligatorias también es muy amplio en la Ley: financiaciones al sector público español, así como otras que tengan por objeto fomentar la exportación, la inversión o el empleo, la protección de los sectores retrasados o la reestructuración de la economía y la atención de necesidades de carácter social. Esa gruesa y oscura capa podría cubrir casi cualquier pecado.

La concreción de los activos en que se materializarán las inversiones obligatorias corresponde al gobierno, sin perjuicio de las facultades de calificación que tengan las comunidades autónomas dentro de la porción de coeficiente a ellas reservado en las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito (12). Pero aquí se plantea una diferencia crucial con el anterior régimen de coeficientes, pues, según la Ley, esa determinación de activos computables se hará con carácter general para todas las entida-

des: el contenido potencial del coeficiente será igual para todos, terminando con la anterior heterogeneidad.

Hay, no obstante, algunas salvedades razonables a ese criterio unificador. Aparte de las que se deriven de las mencionadas competencias regionales de las comunidades autónomas (que no alcanzan a los bancos, a la Caja Postal, a la CECA, y a cierto número de cooperativas de crédito), el gobierno podrá señalar otros activos específicos a determinadas entidades en razón de su especialización; la Ley se adelanta al gobierno apuntando dos casos: el Banco Exterior dedicará todo su coeficiente al crédito a la exportación; y las cajas rurales destinarán la parte del mismo no reservada a deuda pública a corto plazo al fomento de la agricultura, las industrias agrícolas y la mejora del medio rural. Ambas especializaciones son herencia de la normativa precedente.

En cuanto al nivel de los coeficientes, la Ley encomienda al gobierno su fijación dentro de los siguientes techos: la inversión obligatoria en deudas a corto o medio plazo del Tesoro o Estado que se declaren expresamente aptas no podrá exceder del 15 por 100 de los recursos computables; la inversión obligatoria en los demás activos de cobertura no podrá exceder del 25 por 100, y la suma de ambos tramos no podrá exceder del 35 por 100, lo que significa que uno y otro no podrían alcanzar simultáneamente sus topes máximos. Esos niveles no son, ciertamente, liberales. Si la Ley confirma claramente el criterio de unificación introducido en la prerreforma de febrero, no hace lo mismo con el de la reducción de su incidencia: de utilizarse al máxi-

mo los límites establecidos, el coeficiente se endurecería para la banca (aunque no para las cajas de ahorros) respecto de la situación anterior. La confirmación de ese segundo criterio queda, pues, pendiente del desarrollo reglamentario.

La ley 13/85 toca algunos puntos más, relacionados directa o indirectamente con el coeficiente de inversión o con los circuitos privilegiados. En primer lugar, termina con el régimen especial de las financieras de ventas a plazo de bienes de equipo (13), las cuales regirán en lo sucesivo por la normativa general de las financieras. En nuestro terreno específico ello implica el cese de la computabilidad de sus refinanciaci3nes en el coeficiente de inversión bancario, una computabilidad que no beneficiaba a las inversiones en bienes de equipo, sino sólo a las financieras (e indirectamente a los bancos a los que casi todas ellas pertenecían).

En segundo lugar, se suprimen las cuentas de ahorro finalista (ahorro vivienda y ahorro bursátil), así como los préstamos subvencionados de acceso a la propiedad mobiliaria, viejos regímenes especiales cuya eficacia en la promoción de sus actividades protegidas había sido prácticamente nula (14).

En tercer lugar, se derogan los coeficientes de financiación a largo plazo que obligaban desde 1980-81 a bancos y cajas de ahorros. Este era un circuito especial que no suponía ni privilegio económico para los beneficiarios (la rentabilidad de los activos de cobertura era libre) ni intervención sectorial; se limitaba a materializar una vieja preocupación política por la supuesta falta de financiación a largo pla-

zo del sistema bancario español, preocupación cuya justificación real es discutible cuando se tiene en cuenta que, de hecho, las entidades de depósito españolas han sido siempre grandes suministradoras de capitales a largo (a veces, ciertamente, con instrumentos inadecuados) y de capitales de riesgo, no sin peligro, en ocasiones, para ellas mismas. Quizás la verdadera razón de ser de este circuito especial fuera, en su día, facilitar políticamente la aceptación de anteriores reducciones del coeficiente de inversión obligatorio.

Por supuesto, la Ley deroga también todas las leyes, decretos leyes, y decretos o partes de ellos relacionados con el régimen anterior de coeficientes de inversión. Ciertamente su norma derogatoria no es su parte menos interesante, en una regulación bancaria, como la nuestra, formada por aluvión, y tan necesitada de una poda y de una refundición radicales.

La reglamentación del título primero de la Ley de coeficientes se demoró más de medio año. El tercer tiempo de la reforma de 1985 tuvo lugar, pues, entre fines de noviembre y diciembre, con efecto a 1 de enero siguiente (15). En esta reglamentación importa subrayar dos notas: la confirmación de la reducción de los niveles de este circuito obligatorio y la radical depuración de su contenido.

3. La reglamentación de la Ley

Antes de analizarla, debe describirse la estructura del nuevo coeficiente. Como había anunciado la Ley, el coeficiente, o, por decirlo en los términos legales, la obligación de invertir en

determinados activos, se hizo igual para los cinco grupos de entidades afectados (bancos comerciales, bancos industriales, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, rurales o no). Consta de dos tramos no comunicantes entre sí, en el sentido de que un excedente en uno de ellos no sería computable en el otro: el de deuda del Estado y Tesoro, y el llamado de inversiones especiales. El último contiene un mínimo especial en el que sólo se computan las cédulas para inversiones, como antes, y además el crédito a la exportación a largo plazo a países no comunitarios y las financiaciones de buques de armadores nacionales; estos activos podrían invadir el resto del tramo de inversiones especiales, pero no viceversa. La lógica de esta triple compartimentación es la siguiente: el tramo de deuda pública tiene que permanecer aparte porque sus objetivos monetarios son muy distintos y porque la volatilidad de sus activos de cobertura obliga a una técnica de cómputo (diaria, no mensual) también muy diferente. En cuanto al mínimo especial del otro tramo, es necesario porque alberga aquellas inversiones de menor rentabilidad relativa que sin una protección adicional terminarían siendo expulsadas del coeficiente.

Volviendo a la primera de las notas características de esta reglamentación, el tramo de deudas del Estado, cuyo contenido se limita a los pagarés del Tesoro, y es por tanto fiel heredero del anterior coeficiente monetario de idéntica cobertura, se mantuvo en el 10 por 100, nivel que se había alcanzado un par de meses antes (16), tras otra baja de un punto posibilitada por la coyuntura monetaria. La curiosa

redacción del texto legal confiesa que por el momento no es posible otra cosa, aunque el gobierno bien quisiera bajarlo más (17). Por otra parte, el principio de unificación del trato hace que el coeficiente de pagarés del Tesoro se aplique ahora, por primera vez, a las cooperativas de crédito, antes exentas, y que en este sentido no salen beneficiadas por la reforma (18).

En cuanto al tramo de inversiones especiales, en el caso de los bancos experimentó una reducción de tres puntos y medio (del 16,5 al 13 por 100); en el caso de las cajas de ahorros el descenso fue de trece puntos y medio (del 16,5 por 100 en el coeficiente de fondos públicos más el 10 por 100 en el de préstamos de regulación especial, al 13 por 100), y en el de las cooperativas de crédito, de diecisiete puntos (del 30 al 13 por 100). Estamos hablando, en los dos primeros casos, de los niveles finales, aún no alcanzados, de la situación precedente; respecto de los niveles efectivos la reducción es aún más importante.

El mínimo especial cayó, siempre sobre niveles finales, en medio punto para los bancos y las cajas de ahorros. Para aquellos esa cifra oculta la verdadera dimensión de la reducción: la incorporación al mínimo de los créditos de exportación a largo plazo existentes en su cartera hizo que la reducción de su obligación de comprar cédulas para inversión fuese apreciablemente mayor. Para las segundas, que apenas practican esas operaciones crediticias, el descenso no fue sino un pequeño alivio en su proceso de adaptación, iniciado en febrero, a unos niveles de cédulas para inversiones mucho más elevados que en el régimen precedente. En cuanto a las coo-

perativas de crédito, el efecto fue muy diferente para las cajas rurales y para las cooperativas «del asfalto». Las primeras tenían ya aproximadamente un 6 por 100 de sus recursos computables invertidos en cédulas del Banco de Crédito Agrícola, títulos que se les permite computar (sólo a ellas) como sustitutos de las cédulas para inversiones. Por tanto, la reforma del mínimo especial les supuso un moderado endurecimiento, dulcificado además por la mayor rentabilidad de las cédulas BCA. Pero las cooperativas «del asfalto» no tenían, en su régimen anterior, obligación de invertir en cédulas para inversiones ni vocación para el crédito a la exportación a largo plazo; así pues, tendrán que construir su 8 por 100 desde cero; este aspecto de la reforma unificadora tampoco les resultó favorable.

Como en febrero, y por las mismas razones, los nuevos niveles se hicieron de aplicación inmediata para los incrementos de los recursos computables, en tanto que sobre los saldos de tales recursos a noviembre se aplicarían unos coeficientes móviles que son la adaptación lineal en sesenta meses de los coeficientes anteriores a los nuevos niveles. Esta adaptación iba a ser complicada, en primer lugar, porque el nuevo coeficiente y su mínimo especial no guardan una correspondencia exacta con los coeficientes sustituidos por ellos, lo que produjo algunos desajustes individuales importantes (19). Y en segundo lugar, porque la nueva adaptación montó sobre la iniciada en febrero, y, dado que el nivel efectivo del coeficiente para cada banco o caja de ahorros en diciembre de 1985 dependía, en parte, de la tasa de crecimiento de sus re-

ursos computables durante 1985 (20), en los siguientes sesenta meses cada entidad tendrá, en realidad, un punto de partida individual diferente, y, por supuesto, un nivel medio también diferente en función de su propio crecimiento relativo.

La segunda nota de este último tiempo de la reforma de 1985 es la depuración radical del contenido del coeficiente. El tramo llamado de deuda del Estado y Tesoro se alimenta, exclusivamente, de pagarés del Tesoro (21). En el mínimo especial sólo cuentan las cédulas para inversiones, los créditos a la exportación a largo plazo no dirigidos a países miembros de la CEE (22) y las, de hecho inexistentes, financiaciones a buques para mercado interior (23), (24); además, las cajas rurales computan las cédulas emitidas por el Banco de Crédito Agrícola, y, como sucedía anteriormente, y ya que la emisión de estas cédulas no es totalmente fluida, los depósitos o anticipos constituidos en dicho banco a cuenta de futuras cédulas. En el resto del coeficiente pueden incluirse, además, nuevas operaciones de las siguientes categorías: créditos de vivienda del Plan Cuatrienal (25); financiaciones de la reconversión industrial (26); los créditos de reconversión agrícola que en su día regule el gobierno, cosa que hasta el momento no ha sucedido; títulos emitidos por comunidades autónomas, o títulos o créditos calificados por ellas como computables (27); el resto de las figuras de crédito a la exportación, fundamentalmente los créditos a corto plazo, así como los a largo plazo a exportaciones dirigidas a la CEE; la financiación de capital circulante de astilleros españoles (28), y los créditos para bienes de equi-

po en el mercado interior (29). Naturalmente, los activos anteriormente computables de otros tipos que hubiesen sido adquiridos con anterioridad a la entrada en vigor de la nueva normativa (o sea, hasta el 31 de diciembre de 1985), incluyendo las disposiciones de operaciones formalizadas antes de esa fecha, también se computarán hasta su amortización o venta.

Aunque la lista aún es larga, implica bastantes expulsiones importantes, especialmente para las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito. Citemos, para las primeras, las emisiones del INI, de las sociedades de desarrollo industrial y de las corporaciones locales (salvo si consiguen la calificación de su comunidad autónoma), así como los préstamos «sociales» agrícolas, industriales, comerciales o de acceso a la propiedad, y los de equipamiento y renovación de empresas comerciales. Y para las cooperativas, además, los préstamos en iguales condiciones que los del BCA, los préstamos a más de tres años para financiar inversiones de sus cooperativistas, los préstamos a organismos públicos agrarios y las participaciones en empresas agrícolas, amén de otras líneas que nunca llegaron a nacer (títulos de renta fija de empresas agrarias, emisiones de corporaciones locales con finalidad agraria). Como es natural, el fortísimo descenso en los niveles de los coeficientes de las cajas de ahorros y las cooperativas hace especialmente necesaria esa poda. En el caso de los bancos, donde el descenso es menor, la poda es marginal y afecta a líneas de hecho no practicadas (como la reestructuración de empresas comerciales) o de importancia cuantitativamente se-

cundaria (como la refinanciación de las financieras de bienes de equipo).

Pero la depuración del contenido no se detiene ahí, sino que se extiende a una desaparición programada de varias de las líneas subsistentes. En efecto, la inversión en activos de reconstrucción industrial cesará a partir del 1 de enero de 1987, momento en que éstos, beneficiados por un tramo especial transitorio que sólo afecta a la banca, habrán alcanzado aproximadamente el 1 por 100 de los recursos; la inversión en el plan cuatrienal de vivienda terminará a final de 1987, y la inversión en la financiación de buques de armadores nacionales terminará a partir del 1 de enero de 1989. Además, los porcentajes de la base de las operaciones financieras con créditos computables se reducen en el caso de los bienes de equipo al 60 por 100, y en 10 puntos porcentuales adicionales al comienzo de cada sucesivo semestre natural, lo que supone que a partir del 1 de enero de 1989 esa línea pierde la computabilidad; y los de los créditos a la exportación no incluidos en el mínimo especial (o sea, todos los créditos a corto, y los créditos a largo dirigidos a países miembros de la CEE), así como los de capital circulante de astilleros españoles, se reducirán por décimas partes semestrales de su valor original, que suele ser el 80 por 100 de la base, lo que implica una desaparición en cinco años, o sea, a partir del 1 de enero 1991. Por tanto, el cuadro de cobertura del coeficiente a partir de esta última fecha, de no modificarse entre tanto, estaría compuesto, exclusivamente, de cédulas para inversiones (más cédulas BCA para las cajas rurales), financia-

ciones a la exportación a largo plazo a países no comunitarios y títulos de comunidades autónomas o calificados por ellas (dentro de sus propias limitaciones, o sea, hasta el 20 por 100 de los activos que no sean fondos públicos emitidos por el Estado). Esa dieta resultaría obviamente inadecuada para la mayoría de las entidades, que tendrían que recurrir a cubrir prácticamente la totalidad del coeficiente con cédulas para inversiones. En el fondo, el régimen actual de depuración del coeficiente implica nuevas reducciones de su nivel en los próximos años, a no ser que el gobierno decida dar computabilidad a otros activos.

Por lo que se refiere al tipo de interés o de rentabilidad de las operaciones computables, la reforma no afecta a los de las cédulas para inversiones, los créditos a la exportación a largo plazo (fijados por el consenso de la OCDE), los de la vivienda y los de reconversión. Hay novedades, sin embargo, para los de las exportaciones al Mercado Común y para las restantes operaciones computables. Los primeros no pueden ser tipos protegidos, fuera de mercado, ya que ello implicaría una ayuda a la exportación incompatible con nuestro *status* como miembros de la unión aduanera. En consecuencia, se dejan libres (30); de hecho, las entidades, siguiendo el ejemplo del banco líder en estos temas, los han fijado a niveles comparativamente bajos. En cuanto a las demás operaciones, al viejo techo o límite superior, que beneficiaba a los prestatarios, se añade ahora un suelo o límite inferior, dos puntos por debajo del techo, que beneficia a los prestamistas contra posibles veleidades demasiado pro-

teccionistas de las administraciones. Al mismo tiempo, y para evitar conocidos anquilosamientos, esos tipos se asocian mecánicamente a un tipo del mercado: en concreto, el suelo no podrá ser inferior a la rentabilidad media de los pagarés del Tesoro durante el semestre precedente. En el momento en que se dicta esta norma, con los pagarés del Tesoro por encima del 12 por 100, ello suponía una cierta aproximación de los tipos protegidos a los de mercado. Pero el tipo de referencia escogido es a todas luces inadecuado. Sin complicaciones fiscales, el tipo de los pagarés mostraría la variabilidad propia de los tipos monetarios, poco conveniente como referencia para operaciones a largo plazo. Pero además existen las complicaciones fiscales, que han hecho bajar la rentabilidad de los pagarés más de cuatro puntos a lo largo del año siguiente. Con lo cual las operaciones computables han vuelto a ganar privilegio respecto de las operaciones libres (31).

Para completar la descripción del coeficiente nacido de la reforma de 1985, apuntemos que su base de cómputo se hace idéntica a la del coeficiente de caja (32). Esta es una simplificación cómoda, aunque podría discutirse si algunos recursos, que traen, por así decirlo, su inversión puesta (cesiones temporales, endosos, cédulas hipotecarias), no deberían haber sido eximidos de esta carga para evitar la doble inversión de unos mismos fondos. En cuanto a las técnicas de cómputo, se mantienen, en líneas generales, las anteriores. El tramo de inversiones especiales, que contiene inversiones de movilidad relativamente baja, se cumple sobre activos de fin de mes; los recursos com-

putables, sin embargo, ya no son los de fin de mes anterior, sino los medios del mes anterior, un cambio que se propone eliminar la aleatoriedad que supone operar sobre saldos de una fecha arbitraria como es el fin de mes (33). El tramo de pagarés del Tesoro es de cumplimiento diario, ajustándose tres veces al mes la base sobre la que se calcula la obligación (que en este caso, sorprendentemente, no es una media, sino los saldos de los días 10, 20 y último del mes) (34).

II. EVOLUCION DE LAS FINANCIACIONES COMPUTABLES EN EL COEFICIENTE

1. Evolución general

Veamos ahora la evolución reciente de las financiaciones computables. El cuadro n° 1 presenta, para diciembre de 1984 y 1985 y para la última fecha disponible (octubre de 1986), los recursos computables, los fondos suministrados en función del coeficiente, las cesiones netas de fondos entre

CUADRO N.º 1
INVERSIONES COMPUTABLES EN EL COEFICIENTE
(Tramo de inversiones especiales)

	<i>Miles de millones de pesetas y porcentajes</i>		
	<i>Diciembre 1984</i>	<i>Diciembre 1985</i>	<i>Octubre 1986</i>
RECURSOS COMPUTABLES			
Banca privada (incluso BEE)	11.614	11.520	10.761
Cajas de ahorros	6.383	7.600	8.652
Cooperativas de crédito	789	946	1.013
TOTAL	18.786	20.066	20.426
FONDOS SUMINISTRADOS POR EL COEFICIENTE			
Banca privada (incluso BEE)	2.266	2.254	1.941
Cajas de ahorros	2.285	2.551	2.471
Cooperativas de crédito	266	310	282
TOTAL	4.816	5.114	4.694
FONDOS NETOS CEDIDOS (+) O RECIBIDOS (-) DE OTRAS ENTIDADES			
Banca privada (incluso BEE)	-29	-127	-116
Cajas de ahorros	29	127	113
Cooperativas de crédito	-	-	3
INVERSIONES COMPUTABLES EN CARTERA			
Banca privada (incluso BEE) (1)	2.292	2.381	2.057
Cajas de ahorros	2.249	2.463	2.358
Cooperativas de crédito	266	310	279
TOTAL	4.806	5.153	4.695
FONDOS SUMINISTRADOS, EN % DE RECURSOS			
Banca privada (incluso BEE)	19,5	19,6	18,0
Cajas de ahorros	35,8	33,6	28,6
Cooperativas de crédito	33,7	32,8	27,8
TOTAL	25,6	25,5	23,0

(1) Sin incluir crédito a la exportación del BEE financiado con fondos oficiales.

grupos de entidades y las inversiones computables en cartera. Los recursos computables son los que en cada fecha resultan efectivamente computables según la legislación vigente, sin deducir los de las entidades que gozan de exenciones en razón de planes de saneamiento o causas similares. Los fondos suministrados incluyen los excesos que voluntariamente puedan presentar las entidades sobre los mínimos obligatorios; ello explica que dos grupos de entidades (cajas y cooperativas) se sitúen sistemáticamente por encima de sus niveles legales; en cambio el conjunto de la banca privada no los alcanza, por efecto de las exenciones de que disfrutan, o han disfrutado, algunos bancos.

En 1985, y a pesar de las rebajas de coeficientes iniciadas en febrero, las financiaciones protegidas por ellos todavía aumentaron en cerca de 350.000 millones, o un 6,2 por 100, sólo un poco menos que los recursos, que lo hicieron en un 6,8 por 100. Recuérdese que aquellas rebajas no alcanzaron a las cooperativas (cuyos recursos crecieron muy fuertemente ese año) ni al Banco Exterior, así como tampoco a parte del coeficiente de las cajas de ahorros; además, durante el ejercicio terminó la exención concedida a algunos bancos en saneamiento. En consecuencia, el nivel global de los coeficientes sobre el conjunto de los recursos del sistema de entidades de depósito sólo bajó de 25,6 por 100 a fin de 1984 a 25,5 por 100 un año más tarde.

Durante 1985 crecieron notablemente (en unos cien mil millones) las cesiones de fondos de coeficiente de las cajas de ahorros a los bancos: ese movimiento fue consecuencia, por

un lado, de los excedentes de activos computables que algunos bancos empezaban a tener, en virtud de la reducción de su coeficiente; y de otro, de la incapacidad o falta de vocación de las cajas para entrar en la financiación de exportaciones, a corto o a largo plazo.

En cambio, en los diez meses analizados de 1986 la reducción del coeficiente empieza a hacerse sentir con fuerza. Los fondos cautivos disminuyen en 420.000 millones, o un 8,2 por 100, cuando los recursos crecen un 1,8 por 100 (35); de manera que su nivel global desciende al 22 por 100. La caída relativa es mucho más acusada en las cajas de ahorros y en las cooperativas de crédito que en los bancos: cinco puntos en cada uno de los dos primeros grupos contra 1,6 puntos en los bancos. Ello es consecuencia, obviamente, de que, partiendo aquéllas de unos niveles más altos, su adaptación ha de ser mayor. Pero, también, de otros dos factores: del crecimiento relativamente fuerte de sus recursos (recuérdese que los incrementos de recursos soportan directamente los nuevos niveles del coeficiente, sin necesidad de adaptación), y del hecho de que la depuración del cuadro de activos computables hace menos atractivo mantener excesos de cobertura; muchas entidades de pequeño o mediano tamaño, y en especial las cooperativas, empiezan a tener dificultades para encontrar nuevos activos de cobertura que no sean las siempre disponibles, pero muy poco interesantes, cédulas para inversiones.

Los cruces de fondos entre cajas de ahorros y bancos se mantienen a niveles parecidos a los alcanzados a fin de 1985, pero con una diferencia en su

estructura (que el cuadro no muestra): la práctica totalidad de las cesiones de las cajas a los bancos se concentra, a lo largo de 1986, en el mínimo especial, que para las primeras está creciendo, en tanto que disminuye para los segundos; en cambio las cesiones para el «resto» del coeficiente prácticamente desaparecen, porque aquí la adaptación favorece netamente a las cajas; las cooperativas, por sus características especiales y por su alejamiento de los mercados interbancarios, hacen escaso uso del mecanismo de ajuste representado por estas cesiones.

2. Financiación por sectores

Pasando ahora al detalle de los activos de cobertura del coeficiente de inversiones especiales, el cuadro nº 2 muestra la evolución, durante el período antes analizado, de los que computan en el mínimo especial (36). Como puede verse, el coeficiente ha seguido produciendo hasta el momento un aumento de la cartera de *cédulas para inversiones* del conjunto del sistema, por unas cifras del orden de los setenta mil millones de pesetas en cada uno de los dos años.

El aumento se concentra, desde luego, en las cajas de ahorros (37), ya que la cartera de los bancos está descendiendo. Pero este descenso es menos rápido de lo que auguraría la reducción del nivel legal de ese mínimo y la ampliación de los activos con que cubrirlo; la cartera de crédito a la exportación de bienes de equipo de la banca privada ha experimentado, en efecto, un retroceso importante en 1986, como consecuencia de la no computabilidad de las operaciones que tengan como destinata-

CUADRO N.º 2
INVERSIONES DEL MINIMO ESPECIAL

	Miles de millones de pesetas		
	Diciembre 1984	Enero 1985	Octubre 1986
CEDULAS PARA INVERSIONES	1.387	1.461	1.528
Banca privada	1.172	1.145	1.128
Cajas de ahorros	215	315	399
Cooperativas de crédito	—	—	1
TITULOS BCA (sólo cajas rurales)	n.d.	60	91
Cédulas	39	47	57
Anticipos para cédulas	n.d.	13	34
CREDITO A LA EXPORTACION DE BIENES DE EQUIPO	188	209	157
Banca privada (1)	181	195	147
Cajas de ahorros	7	13	9
Cooperativas de crédito	—	1	1
TOTAL DE INVERSIONES TIPICAS	1.614	1.730	1.776
Banca privada	1.353	1.340	1.275
Cajas de ahorros	222	328	408
Cooperativas de crédito	39	61	93
OTRAS (BUQUES Y TRANSITORIAS)		109	32
Banca privada		59	3
Cajas de ahorros		21	9
Cooperativas de crédito		29	20
TOTAL GENERAL		1.838	1.808
Banca privada		1.399	1.278
Cajas de ahorros		349	417
Cooperativas de crédito		90	113

(1) Excepto Banco Exterior.

El crédito a corto plazo sopor- ta tres cuartas partes del retro- ceso. Al comenzar 1986 se com- pleta la expulsión, iniciada cinco años antes, de la línea de capi- tal circulante a empresas expor- tadoras del cuadro de líneas pro- tegidas; dejan por tanto, defini- tivamente, de producirse altas por este concepto; los saldos subsistentes en octubre de 1986, remanentes de créditos concedi- dos en los dos últimos meses de 1985, tendrán que ser amortiza- dos antes de finalizar el año. La pre y postfinanciación a corto plazo de exportaciones especifi- cas de bienes de consumo, in- termedios o no elaborados, fue sustituyendo en años pasados a la línea en proceso de extinción, que en un tiempo había llegado a ser, con mucho, la más volu- minosa, aunque fuese la menos eficaz, del esquema financiero de protección de la exportación. Gracias a esas sustituciones, en 1985 el conjunto del crédito a la exportación a corto plazo aún había podido crecer un poco. En 1986, sin embargo, ya no es así. Las líneas supervivientes entran, a su vez, en otro proceso quin- quenal de extinción; en el primer semestre pierden ya una décima parte del porcentaje computable de la operación base, y dos en el segundo semestre (39). A este factor se vienen a sumar, del lado de la demanda de crédito, una más débil pulsación de la ex- portación, que retrocede, en pe- setas, un 6 por 100 en el perío- do enero-octubre, respecto de los mismos meses del año ante- rior (cifras de Aduanas); y del lado de la oferta de crédito, una escasa o nula necesidad por par- te de las entidades de crédito de generar activos computables en el resto del coeficiente. El resul- tado es un descenso de 37 por 100 en el conjunto del crédito a corto plazo, de un 35 por 100 en

rio al Mercado Común, y del re- troceso de las exportaciones al resto del mundo. Ese hueco (así como el producido por la no computabilidad en el mínimo de las cédulas de reconstrucción de ICO), ha tenido que ser cubier- to con cédulas para inversiones.

Por su parte, las *financiaciones al Banco de Crédito Agríco- la* experimentan durante el pe- ríodo un fuerte crecimiento, fo- mentado por el de los pasivos de las cajas rurales, su adaptación a un nivel relativamente oneroso de mínimo especial y el acuerdo de asociación con el B.C.A. Este último no ha podido dedicar a in- versiones típicas en la agricultu-

ra la totalidad de los nuevos fon- dos recibidos.

Volvamos al *crédito a la ex- portación*. El cuadro n.º 3 reco- ge, desglosándolo por líneas de apoyo, el conjunto del crédito a la exportación computado en el coeficiente (sea en el mínimo es- pecial o en el resto), y el del Ban- co Exterior, financiado con fon- dos oficiales (38). El saldo vivo del crédito a la exportación, que durante 1985 creció un 3,7 por 100, hasta alcanzar un máximo superior al billón y medio de pe- setas, retrocede en los primeros diez meses del año siguiente un 20 por 100, algo más de 300 mil millones.

CUADRO N.º 3
CREDITO A LA EXPORTACION (1)

	Miles de millones de pesetas		
	Diciembre 1984	Diciembre 1985	Octubre 1986
Crédito a corto plazo	603,3	617,7	389,9
Capital circulante	149,8	71,6	21,5
(Exportadores)	(144,9)	(64,1)	(15,4)
(Empresas turísticas)	(4,9)	(7,5)	(6,1)
Prefinanciación de bienes de consumo	183,7	213,5	152,7
Postfinanciación de bienes de consumo	269,8	332,6	215,7
Crédito a largo plazo	879,1	919,3	838,8
Bienes de equipo	621,3	666,5	608,2
(Prefinanciación)	(86,5)	(110,1)	(74,7)
(Postfinanciación)	(72,8)	(69,5)	(55,1)
(Crédito a comprador extranjero)	(662,0)	(486,9)	(478,4)
Buques	257,8	252,8	230,6
(Prefinanciación)	(30,8)	(9,8)	(9,8)
(Postfinanciación)	(93,6)	(91,1)	(76,9)
(Crédito a comprador extranjero)	(133,4)	(151,9)	(143,9)
Inversiones en el extranjero	1,5	2,4	2,0
TOTAL	1.484,0	1.539,3	1.230,7

(1) Banca privada, incluso Banco Exterior de España, y cajas de ahorros. Comprende lo financiado con coeficiente (mínimo especial y resto del coeficiente) y con fondos oficiales.

las financiaciones de exportaciones ya realizadas y de «sólo» un 28 por 100 en las prefinanciaciones, línea que ha heredado, por una excesiva generosidad reglamentaria en la determinación y justificación de la base de cómputo, parte de los vicios del difunto capital circulante.

Las líneas a largo plazo, que en 1985 aún registraron un crecimiento modesto, como las anteriores, sufren también al año siguiente un retroceso importante, del 9 por 100. Aquí el factor negativo lo constituye, primordialmente, el descenso de la exportación de bienes de equipo provocado, directa o indirectamente, por la situación de crisis financiera de una larga lista de países latinoamericanos, productores de petróleo, o del área socialista, así como por la caída

del dólar. El traspaso técnico de las financiaciones de las exportaciones de bienes de equipo dirigidas al Mercado Común desde el mínimo especial al resto del coeficiente puede haber sido un factor complementario de desincentivación para las entidades bancarias. Por otra parte, el largo período de amortización de estos créditos, junto con la permanencia en la cartera computable de las operaciones que han experimentado retrasos en los cobros, colaboran a la relativa lentitud del descenso de los saldos existentes (40). Por tipos de bienes, el descenso se reparte equitativamente entre bienes de equipo y buques. Por clases de líneas, sufre relativamente más la prefinanciación de bienes de equipo, lo que es congruente con el retroceso de las nuevas operaciones de exportación; y

menos el crédito a comprador extranjero, lo que podría asociarse tanto a la mayor vida media de estas operaciones como a las dificultades de reembolso experimentadas por los clientes de las áreas antes citadas (y la refinanciación consiguiente de algunas operaciones).

La evolución del crédito a la vivienda, positiva durante los dos años, contrasta con la del sector que acabamos de comentar. Considerando el conjunto de los créditos computables destinados a la vivienda (que comprenden, junto a los derivados de los planes trienal, 1981/83, y cuatrienal, 1984/87, una larga lista de remanentes de anteriores regímenes de protección, así como otras financiaciones sociales de acceso a la propiedad inmobiliaria), sus saldos vivos se incrementan en unos 60 mil millones (un 13 por 100) en 1985, y 30 mil millones (un 6 por 100) en los diez primeros meses del año siguiente (ver cuadro nº 4). Estas cifras miden mal la dimensión del apoyo prestado a la actividad constructora (o rehabilitadora) y a las nuevas adquisiciones de casas, por dos razones. La primera es que, como en este sector específico quienes reciben los créditos y quienes los reembolsan suelen ser personas diferentes, más que la evolución de los saldos interesa la concesión de créditos nuevos, sobre todo a promotores o constructores. En alguna medida, los créditos del plan cuatrienal se aproximan más a la nueva actividad del sector, y éstos crecen en 74 mil millones en 1985 (tras un lento arranque en el primer año del plan) y en 91 mil millones en 1986. Por el contrario, los créditos de las líneas antiguas, traspasados ya en su inmensa mayoría a los adquirentes de las

CUADRO N.º 4
CREDITO A LA VIVIENDA (1)
(Saldos a fin de período)

	Miles de millones de pesetas		
	1984	1985	Octubre 1986
Créditos computables	476,5	538,5	568,6
Plan cuatrienal 84/87	18,9	92,4	183,6
Banca privada	— (2)	7,3	21,6
Cajas de ahorros	18,9	84,6	160,2
Cooperativas de crédito	— (2)	0,5	1,8
Otras financiaciones	457,6	446,1	385,0
Banca privada	3,3	3,5	1,9
Cajas de ahorros	448,9	436,2	378,1
(Plan trienal 81/83)	(115,0)	(127,3)	(125,7)
(Resto)	(333,9)	(308,9)	(252,4)
Cooperativas de crédito	5,4	6,4	5,0
Créditos no computables (planes VPO)	322,4	465,0 (3)	614,3
Desglose por planes			
Plan cuatrienal 84/87			375,7
Plan trienal 81/83			238,6
Desglose por prestamistas			
Banca privada	150,9	180,0 (3)	221,2
Cajas de ahorros	171,5	285,0 (3)	392,7
Cooperativas de crédito			0,4
TOTAL GENERAL	798,9	1.003,5	1.182,9

(1) No incluye planes de ahorro finalista.

(2) Incluido en «otras financiaciones»; son cifras muy pequeñas.

(3) Estimación.

computables crecen en unos ciento cincuenta mil millones de pesetas.

Otra forma de enfocar el crédito a la vivienda de protección oficial es estudiar las concesiones de crédito (cuadro n.º 5). Estas ascienden a 185 mil millones en 1984, 263 mil millones en 1985 y 290 mil millones en 1986 (nueve meses).

Parece obvio, desde uno u otro enfoque, que los programas oficiales de promoción de viviendas, que ahora atiende con exclusividad el coeficiente, han recibido, en estos dos o tres últimos años, un volumen de financiación suficiente. Ello explica que no haya sido necesario conceder nuevos estímulos a las entidades financieras para inducir las a conceder créditos. De ahí que se haya mantenido la proporción de crédito computable en el coeficiente a los niveles establecidos a fin de 1984 (41), cuya elevación se consideró en algún momento; política que ha hecho desistir a la banca de acudir en 1986 a un concierto gene-

viviendas (aunque el plan trienal no lo es tanto, y aún genera nueva financiación neta en el bienio estudiado), van, lógicamente, retrocediendo al ritmo de sus amortizaciones.

La segunda razón es que las operaciones asociadas a los dos planes generan, junto con los créditos computables, créditos no computables (aunque regulados y subvencionados), pues, como es sabido, sólo un 43 por 100 de los saldos generados tiene derecho a cómputo en el coeficiente. De ahí que, junto al incremento de los saldos computables, haya que mencionar que en 1986 los saldos protegidos no

CUADRO N.º 5
VIVIENDAS DE PROTECCION OFICIAL
(promoción privada)
Concesiones de crédito

	Miles de millones de pesetas		
	1984	1985	Ene.-Sep. 1986
Banca privada (1)	20,7	30,0	15,4
Cajas de ahorros (1)	96,0	171,7	197,5
Crédito oficial (2)	68,0	61,5	77,4
TOTAL	184,7	263,2	290,3

(1) Incluye fondos cedidos al Banco Hipotecario de España de acuerdo con los conciertos establecidos entre éste y las entidades privadas.

(2) Con recursos suministrados por el ICO, o captados por el BHE en el mercado, al margen de los conciertos.

Fuente: Comisión de Seguimiento del Programa de Construcción de Viviendas de Protección Oficial 1984-1987.

ral de financiación del plan cuatrienal similar al de años precedentes, aunque cierto número de bancos sí han firmado acuerdos individuales de colaboración. Por el contrario, ha sido posible reducir el nivel de las subvenciones. Ello se logra, de modo automático, con la reducción (del 14 al 13,5 por 100) del tipo de interés garantizado a las entidades (42), aprovechando la tendencia descendente de los tipos de interés manifestada en

1986. Por clases de entidades, las cajas de ahorros siguen siendo, con mucho, las más interesadas en estas financiaciones, aunque la banca también genera un volumen de financiación importante, fundamentalmente no computable.

La financiación de la *reconversión industrial*, que termina con el ejercicio 1986, generó en 1985 unos 60 mil millones, y otros 23 mil millones en los diez

primeros meses de 1986, íntegramente aportados por la banca privada. Pese a su muy inferior rentabilidad, las entidades han optado, masivamente, por adquirir cédulas del Banco de Crédito Industrial, cediendo a éste, junto con los fondos, los riesgos de las operaciones; al parecer sólo han concedido préstamos participativos directos las entidades que tenían en reconversión empresas industriales vinculadas a ellas. Es claro que las supuestas ventajas de la participación, y cuatro puntos de rentabilidad diferencial, no han sido incentivo bastante en los demás casos.

Las *comunidades autónomas* también han obtenido financiación adicional, para sí o para los sectores amparados por ellas, del coeficiente. Aquí las entidades de depósito suministradoras han sido las cajas de ahorros y, en pequeña medida, las cooperativas de crédito. Los saldos de estas operaciones crecen, para las primeras, un 38 por 100 en 1985, que deja paso, al año siguiente, a un más moderado 13 por 100. Debe notarse que, en cualquier caso, están muy lejos de alcanzarse los límites que fijó la Ley 13/1985 para estas financiaciones. Sobre el conjunto de los activos computables, excluidos los fondos públicos emitidos por el Estado o Tesoro, representan aproximadamente un 6,5 por 100 (aunque, posiblemente, con muy desigual incidencia según comunidades autónomas).

Las restantes líneas son líneas en retroceso. Unas veces, en retroceso natural por las incertidumbres del sector protegido, como es el caso del sector de *buques y astilleros nacionales*, cuyos saldos se reducen rápidamente en los dos años considerados. Otras, porque el sector

CUADRO N.º 6
OTROS ACTIVOS COMPUTABLES EN EL COEFICIENTE

	Miles de millones de pesetas		
	1984	1985	Octubre 1986
RESTO COEFICIENTE BANCOS			
Reconversión industrial	—	60,5	83,3
Créditos participativos	—	(13,6)	(15,9)
Cédulas BCI	—	(46,9)	(67,5)
Bienes de equipo	301,7	315,1	230,6
Directos	(279,7)	(300,7)	(225,2)
Financieras de ventas a plazo	(22,0)	(14,4)	(5,4)
Buques y astilleros (1)	23,4	15,3	8,3
Otros títulos	68,8	68,6	55,2
TOTAL	393,9	459,5	377,4
RESTO COEFICIENTE CAJAS			
Comunidades autónomas	80,6	111,8 (2)	126,4
Títulos propios o calificados	(70,6)	(96,5) (2)	(108,5)
Créditos calificados	(10,0)	(15,3) (2)	(17,9)
Créditos a extinguir (1) (3)	109,2	127,5	101,8
Otros títulos (4)	1.347,8	1.296,4	1.144,3
TOTAL	1.537,6	1.535,7	1.372,5
RESTO COEFICIENTE COOPERATIVAS			
Bienes de equipo	4,9	5,6	5,8
Comunidades autónomas	—	—	6,3
Títulos propios o calificados	—	—	(3,0)
Créditos calificados	—	—	(3,3)
Créditos a extinguir (1) (5)	174,1	201,9	127,1
Otros títulos	41,6	45,5	42,3
TOTAL	220,6	253,0	181,5
TOTAL GENERAL	2.152,1	2.248,2	1.931,4

(1) Incluye líneas computables en el mínimo especial, con carácter definitivo o transitorio.

(2) Enero 1981.

(3) Incluye importes despreciables de bienes de equipo en mercado interior.

(4) En 1984 y 1985 la cartera CECA se sustituye por las cesiones de fondos de otras cajas a CECA.

(5) En 1984 y 1985 puede incluir pequeñas cantidades de activos emitidos o calificados por CCAA.

está sometido a un proceso de expulsión programada, como sucede con los *bienes de equipo para mercado interior*. Esta línea, que aún mostró en 1985 un avance moderado, retrocede vivamente (un 25 por 100) en 1986, y ciertamente no como consecuencia de la evolución de la inversión, que, según los avances disponibles, parece haber evolucionado favorablemente, sino por obra de la reducción de los porcentajes financiables (recuérdese que, en su caso, el plan de expulsión era trienal, con una reducción inicial especial), así como por la escasa o nula necesidad de la banca de generar activos computables en el resto del coeficiente. La divergencia de rumbos entre el hecho protegido y el mecanismo financiero supuestamente protector arroja nuevas dudas sobre la eficacia o la necesidad de este último. Por último, en los demás casos, el retroceso de los saldos computables se debe a que, desde el 1 de enero de 1986, ya no pueden generar altas en el coeficiente. Así sucede con las diferentes categorías de *préstamos sociales* o sustitutivos de las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito, que han interrumpido su tendencia ascendente para registrar retrocesos fuertes, especialmente acusados en el caso de las cooperativas. O con las *obligaciones computables*, de las que a las cajas de ahorros se les han amortizado en 1986 más de 150 mil millones de pesetas; en su caso, el retroceso había comenzado ya en 1985 (con un descenso neto de unos 50 mil millones), como respuesta a la reducción del antiguo tramo de fondos públicos del coeficiente, donde se incluían tales títulos. También estos retrocesos se han asimilado sin daño aparente para los sectores pro-

tegidos. En algunos casos ni siquiera es cierto que éstos hayan tenido que soportar un incremento en el coste de sus financiaciones: una utilización hábil de nuevos instrumentos y mercados (préstamos sindicados, pagarés de empresa) ha mostrado que el coeficiente no sólo era innecesario para las grandes empresas y organismos emisores de obligaciones, sino que pudo ser incluso perjudicial para el mercado anquilosándolo por exceso de comodidad, e impidiéndole explorar nuevas vías que se están mostrando muy interesantes .

III. CONSIDERACIONES FINALES

El coeficiente de inversión obligatoria, tal como se practica en España, constituye una peculiaridad de nuestro sistema en la legislación bancaria comparada. Dentro del área de la CEE, o de la OCDE, no existe otro país desarrollado que aplique un coeficiente similar, en cuanto a nivel y amplitud de la gama de activos de cobertura, al español. Si alguno recurre, o ha recurrido en tiempos recientes, a esa técnica de intervención selectiva, ha sido con niveles de coeficiente muy modestos, circunscribiendo su cobertura a los fondos públicos y concediendo rentabilidades de mercado a los activos computables. Países tan destacados como Alemania, Estados Unidos, Inglaterra, Japón, Suiza o los países del Benelux no la utilizan de ninguna manera.

Esa actitud, tan diferente a la nuestra, se debe, ante todo, a una mayor confianza en la capacidad del mercado como mecanismo de distribución de fondos financieros; o quizá sería más

correcto decir que a una clara desconfianza en la habilidad del Estado para mejorar las cosas con su intervención. Esta, la del mercado frente a la intervención, es una vieja polémica a la que el repaso histórico del manejo de nuestro coeficiente pueda aportar un buen anecdotario de actuaciones públicas ineficaces o discutibles.

Pero ningún sistema financiero está absolutamente libre de intervenciones públicas de carácter selectivo en los canales financieros. Incluso los países más liberales mantienen algún mecanismo de apoyo financiero a la exportación de bienes de equipo, y es bastante general la existencia de esquemas que favorecen la vivienda social; tampoco son excepcionales las actuaciones en favor de la agricultura, la pequeña y mediana empresa u otros sectores políticamente rentables. Aun así, el instrumento utilizado no es el coeficiente de inversión obligatoria, sino algún tipo de subvención pública, la actuación de entidades de crédito especializadas, públicas o semipúblicas, e incluso facilidades de refinanciación en el banco central. Todos ellos tienen en común la nota de ser, en principio, instrumentos de intervención no coactivos para el sistema bancario privado. Esa preferencia técnica se basa, probablemente, en ciertos defectos o problemas inherentes a los coeficientes de inversión.

En efecto, en primer lugar, los coeficientes de inversión obligatoria en activos que devengan una rentabilidad inferior a la del mercado, como es nuestro caso, implican la exacción de un impuesto tácito, sea a los bancos que los soportan, sea a su clientela ordinaria, activa o pasiva, si aquéllos consiguen trasladarlo a

través de sus operaciones a tipos libres; impuesto que se gasta implícitamente en una subvención no confesada a los sectores protegidos. Este impuesto y esta subvención escapan a los controles y formalidades legales por las que un impuesto y subvención públicos deberían pasar, transgrediendo los principios de transparencia y de equidad distributiva que deben gobernar la acción fiscal del Estado (43). Por otra parte, la dimensión de esa ayuda implícita no se define y ajusta según las circunstancias: depende de la diferencia entre unos tipos o techos fijados administrativamente, que se revisan pocas veces y con retraso, y los tipos de las operaciones libres, que fluctúan según el mercado; por tanto, la subvención varía a lo largo del tiempo de forma incontrolada.

En segundo lugar, las entidades obligadas no sólo pierden libertad en la gestión de su negocio, sino que ven menguada su capacidad competitiva. Ciertamente no entre las entidades sometidas a un mismo coeficiente, pero sí frente a las que, operando en los mismos mercados, se encuentran sometidas a coeficientes menos gravosos, o a las que, por alguna razón institucional, escapan de ellos, o, finalmente, frente a las operaciones financieras no intermediadas. Los coeficientes constituyen un motivo de distorsión de la estructura de los canales financieros, estimulando la creación de nuevos intermediarios marginales cuya principal razón de ser es evadirlos, o incluso empujando a los suministradores y usuarios finales de fondos a concertar directamente las financiaciones, sin pasar por un intermediario (salvo quizás en el discreto papel de gestor o corredor de la

operación). En un mercado perfecto los coeficientes serían imposibles, porque las entidades que los soportan serían finalmente expulsadas por la competencia; en la práctica, las cosas no van tan lejos, pero ello no excluye la aparición de entes espúreos o incontrolados, de mercados negros o grises, y de faltas a la equidad. En este orden de cosas, la carga de los coeficientes puede resultar incompatible con unos mercados financieros más libres y más integrados en el concierto internacional en que hemos entrado de modo irreversible.

En tercer lugar, los coeficientes, como toda obligación incómoda, requieren un mecanismo de control que asegure que las entidades los cumplen de la forma deseada. Ello implica una carga para las autoridades supervisoras, que tienen que efectuar un seguimiento externo de la actuación de las entidades, complementado con las oportunas inspecciones *in situ* de las carteras. También supone la imposición de una carga administrativa adicional para las entidades prestamistas, en forma de autorizaciones o controles previos de las operaciones computables, y de mantenimiento, en los expedientes de crédito, de las pruebas de que las financiaciones fueron destinadas al fin pretendido, pruebas que la entidad no precisaría para su propio uso. Esa mecánica de control es crecientemente complicada y costosa para la Administración y para los administrados, sin que asegure siempre el logro del fin pretendido. Un repaso histórico de los coeficientes muestra que, en sus comienzos, funcionaron con una reglamentación y un control simples y ligeros, que, con el tiempo, se han ido com-

plicando inevitablemente. La natural tendencia de las entidades obligadas por ellos a evitarlos o a cumplirlos sólo en apariencia para tratar de eludir sus efectos negativos provoca a su debido tiempo una reacción de la autoridad, que precisa y endurece sus términos, taponando las posibilidades de evasión y refuerza su vigilancia.

Dentro de la problemática del control resulta especialmente difícil lograr que se respeten los techos de interés y las finalidades fijadas para las financiaciones protegidas al sector privado. La complejidad y sustituibilidad de los flujos financieros que relacionan al prestatario y al prestamista convierten a los circuitos privilegiados en unas cestas de mimbre cuyos agujeros las autoridades supervisoras se ven impotentes para taponar (44).

En cuarto lugar, la técnica de los coeficientes es propensa a anquilosamientos e inercias en el diseño de la política de intervención selectiva. Supongamos, y ésta ya es una suposición que en bastantes casos no se confirma, que en el momento de su fijación los coeficientes estén adecuadamente calculados, teniendo en cuenta los fines económicos y sociales perseguidos y los fondos necesitados para satisfacerlos. La compartimentación interna de la Administración asegura que los coeficientes establecidos persistirán durante largo tiempo, aunque hayan variado tanto las circunstancias originales que la financiación privilegiada así generada ya no se ajuste, por exceso o por defecto, a las necesidades. En efecto, el nivel del coeficiente suele depender de un departamento, centralizador, mientras que la estimación de las necesidades corresponde a departamentos secto-

riales; el primero trata, para ahorrarse una polémica enojosa, de no reabrir el tema del coeficiente si puede evitarlo; y los segundos terminan tomando esa financiación como un dato (o como un maná, a veces) y buscan su ajuste financiero en otros canales complementarios. En cualquier caso, aparecen intereses creados en los sectores protegidos que tratan de perpetuar la situación, augurando catástrofes de la supresión o reducción del coeficiente; el argumento más corriente (y manifiestamente falso) es que ésta implica la desaparición de la financiación al sector de que se trate, cuando lo cierto es que ésta seguirá existiendo, aunque algo más cara (y, en algunos casos, ni siquiera más cara, como hemos visto). Tendrán que acumularse grandes desajustes, o hacerse muy patentes los defectos de funcionamiento, para que los niveles del coeficiente sean revisados. Otros mecanismos de intervención, y en especial los que suponen un coste directo para la Administración, sí generan, en cambio, mecanismos o fuerzas de revisión internos, en forma de presiones presupuestarias, de acción continua, que controlan automáticamente la dimensión de los circuitos privilegiados, ajustándola a las necesidades de apoyo realmente justificables de cada momento.

Toda esta gama de problemas ha llevado a desechar en otros países esa técnica de intervención, y ha provocado, en nuestro caso, una reducción gradual de los coeficientes, acelerada en los dos últimos años. El próximo futuro puede contemplar la desaparición de este instrumento, que ha gravitado pesadamente sobre nuestro sistema crediticio durante un cuarto de siglo.

NOTAS

(1) R. POVEDA «Las financiaciones privilegiadas de las entidades de depósito», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, Suplementos sobre el sistema financiero*, nº 11.

(2) Ver, por ejemplo, declaraciones de Guillermo de la DEHESA, Secretario de Estado de Economía, a *Nuevo Lunes*, 5 de enero de 1987.

(3) RR.DD. 215 y 216/85, ambos de 20 de febrero, sobre inversión obligatoria de bancos privados y cajas de ahorros en pagarés del Tesoro, y modificando la relación de valores computables en el coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorros; OM de igual fecha por la que se modifican los coeficientes de inversión de los bancos, y de fondos públicos de las cajas de ahorros; y CBE 7/85 de 22-II, a la banca privada y cajas de ahorros.

(4) OM 20-II-85 por lo que respecta a fondos públicos; CBE 7/85 en lo que se refiere a los préstamos de regulación especial.

(5) La cual, para entonces, llevaba ya muy avanzada su tramitación parlamentaria; el proyecto de Ley se publicó inicialmente en el *Boletín de las Cortes Generales* en julio de 1984; en febrero de 1985 había terminado su discusión en el Congreso. Ver *PAPELES DE ECONOMÍA*, op. cit. pág. 151 y sigs.

(6) RD 216/85 art. 1º.

(7) Por ejemplo, los títulos eléctricos nuevos tenían una rentabilidad efectiva para las cajas de ahorros, habida cuenta de los descuentos de emisión, del 18 por 100 en 1984, no inferior a la de las nuevas operaciones de crédito libre a largo plazo de ese ejercicio. Ver Banco de España, «La cuenta de resultados de los bancos y cajas de ahorros en 1984», *Boletín Económico*, abril 1985, cuadros 6 y 7. En cambio, las rentabilidades de

los títulos emitidos o calificados por comunidades autónomas, que gozaban de más alta prioridad en la suscripción, rendían en 1984 un 14,5 por 100, lo que era todavía un tipo privilegiado.

(8) La retirada de la computabilidad a las obligaciones de CTNE y eléctricas se aplicó automáticamente a las cooperativas de crédito no rurales. Ello no les planteó mayores problemas a corto plazo, por su tendencia a estar excedidas ampliamente (precisamente de estos títulos) en la cobertura de su coeficiente, pero si hubiera sido un problema a largo plazo sin la posterior reducción de su coeficiente, que tuvo lugar a fin de año, en el tercer tiempo de la reforma.

(9) RD 215/85. El RD 2.6/84 de 8.VI, al crear este coeficiente, había emplazado al gobierno, en atención a su pretendido carácter coyuntural, a revisarlo no más tarde del 31 de marzo de 1985. La experiencia posterior ha revelado la dificultad real de reducir esta obligación «transitoria».

(10) Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.

(11) L. 26/83 de 26-XII.

(12) Esa posición la fija la Ley en un máximo del 20 por 100 de los activos de cobertura, excluidos los títulos emitidos por el Tesoro y Estado para atender fines generales, o dirigidos a la financiación del crédito oficial. El porcentaje se aplica proporcionalmente a los recursos de las entidades obtenidos en el territorio de la comunidad. Estas facultades de calificación plantean un problema jurídico interesante; el de si una comunidad puede gravar para sus propios usos (y dentro de los porcentajes y proporciones indicados) los recursos de cajas de ahorros con sede central en otra comunidad obtenidos en su territorio. En principio, las comu-

nidades autónomas sólo tendrían competencias sobre las cajas de ahorros con sede central en su territorio (como se desprende de las sentencias del Tribunal Constitucional de 28-I-82 y 29-VII-83), lo que excluiría la posibilidad indicada. Sin embargo, un par de comunidades autónomas en las que la presencia de cajas de ahorros «extranjeras» es muy fuerte, han extendido sus competencias a estas cajas, sin que ello haya suscitado oposición de las autoridades centrales.

(13) DL 57/62 de 27-XII, derogado por la disposición adicional primera de la L 13/85. No obstante, las operaciones ya realizadas seguirán computándose hasta su amortización.

(14) La disposición derogatoria de la Ley 13/85 deroga los apartados de la L 45/60 de 21-VII y DL 8/66 de 3-X que daban fundamento legal, respectivamente, a la subvención de los préstamos de acceso a la propiedad mobiliaria, y a la regulación de las cuentas de ahorro finalista.

(15) RD 2254/85 de 20-XI, OM de 20-XII-85 y CBE 34/85 de 27-XII.

(16) RD 1844/85 de 9-X.

(17) En efecto, el RD 2254/85 fija ese tramo en el 6 por 100, pero añade inmediatamente «sin perjuicio del cumplimiento del porcentaje que fija el RD 1844/85», o sea, el 10 por 100.

(18) Para suavizar el efecto de su incorporación a esta obligación, el nivel pleno del coeficiente sólo se aplica al incremento de sus recursos sobre noviembre de 1985; los recursos a ese mes se incorporan progresivamente aplicándoles un coeficiente móvil que va subiendo por cuartos de punto en 1986 y medios puntos en 1987, y cuya adaptación se completará en enero de 1988.

(19) La OM encaja los viejos coeficientes

del modo más aproximado posible en el nuevo coeficiente y en su mínimo especial, mediante lo que se define como «coeficientes equivalentes». En algunos casos particulares esas equivalencias son dudosas y traen problemas de adaptación no pequeños, parcialmente resueltos con resoluciones de la DG del Tesoro y Política Financiera, justificadas por razones de equidad. Así, la exclusión de las financiaciones a largo plazo de exportaciones a la CEE del tramo del 2,5 por 100 que anteriormente beneficiaba a estas financiaciones, y que se integró en el equivalente del nuevo mínimo especial, perjudicaría (seriamente) a unos pocos bancos especialistas en ese mercado: una Resolución de 29-1-86 (trasladada a la banca por el Banco de España el 31-1-86) permite seguir computando hasta su amortización, en el mínimo especial, los créditos a la CEE formalizados antes del 31-12-85. Las cédulas de reconstrucción emitidas por el ICO en 1984 para paliar los efectos de las inundaciones de fines de 1983, o los créditos de igual finalidad, son activos relativamente caros y, por tanto, se excluyen del mínimo especial; pero eso produce un hueco de cobertura importante (y desigualmente repartido entre entidades); otra Resolución de 29-1-86 (trasladada el 10-II-86) da un plazo de tres meses para cubrir el déficit producido en el mínimo especial por esa razón. Por último, muchas cajas rurales, que cubrían en proporciones muy diversas el antiguo coeficiente con cédulas BCA y con créditos concedidos en su sustitución, con fines y condiciones iguales que los del BCA, resultarían muy perjudicadas por el supuesto simplificador de que las cédulas BCA son el 6 por 100 de los recursos; por tanto, se les permite, por Resolución trasladada el 27-II-86, seguir computando esos créditos sustitutivos hasta su amortización.

(20) Recuérdese que los nuevos coeficientes de febrero se aplicaban a los incre-

mentos de recursos, en tanto que a los saldos a noviembre de 1984 se les aplicaba una adaptación lineal en sesenta meses.

(21) Repetidas veces se ha planteado la posibilidad de incluir otras deudas en ese tramo, con la argumentación de que la rentabilidad de los pagarés del Tesoro ha caído posteriormente por debajo de otros tipos del mercado (por culpa de sus importantísimas ventajas fiscales para las personas físicas), lo cual supone una alteración sustancial de la situación respecto de los parámetros sobre los que se diseñó la reforma de 1985; pero esas peticiones de las entidades de depósito, que supondrían un aumento importante de la carga financiera del Estado, no han prosperado.

(22) RR.DD. 1838 de 27-VI y 2294/79 de 14-IX.

(23) RR.DD. 730/82 de 26-III y 1271/84 de 13-VI.

(24) Más las líneas descritas en la nota 19, con carácter transitorio.

(25) RD 3280/83 de 14-XII y disposiciones concordantes.

(26) RD 2001/84 de 24-X.

(27) En el caso de las cajas de ahorros y cooperativas de crédito, con el límite señalado por la Ley 13/85. Nótese que el RD 2254/85 no excluye la computabilidad de esos activos para las demás entidades. Por tanto, teóricamente, un banco podría computarlos ¡y sin ese límite! (aunque ninguno se ha interesado por ellos). La función del límite no es, como a veces se malinterpreta, forzar a las cajas o entidades afectadas a que dediquen una proporción de sus recursos a ese fin, sino impedir que las comunidades autónomas los desvíen excesivamente hacia sus propios fines, sometiendo así a las entidades afectadas a un régimen discriminato-

rio, que se combinaría mal con la unidad del sistema y del mercado en que necesariamente se han de mover todas las entidades de depósito, sometidas o no a las comunidades autónomas.

(28) D. 670/74 de 7-III.

(29) OM 23-XII-74.

(30) Aunque hay en el RD 2254/85 una oblicua referencia al carácter semiprivilegiado de estas operaciones; el art. 7.º, 3, en efecto, dice que serán «los que fijen las entidades de depósito en las líneas *preferenciales* que destinen a financiar las citadas actividades de exportación» (el subrayado es del autor).

(31) El decreto, quizás previendo esta contingencia, permitía al Ministerio de Economía y Hacienda ampliar el margen del techo sobre el suelo a cuatro puntos. A lo largo de 1986 hubiera estado muy justificado hacer uso de esta facultad, pero ante la «inminencia» de una reforma del coeficiente anunciada desde la primavera, nada se hizo.

(32) En el caso del coeficiente de pagarés la identidad es total. En el resto del coeficiente hay una situación transitoria por lo que respecta a los títulos que hasta entonces no se computaban (bonos de caja de bancos industriales y cédulas hipotecarias de cajas de ahorros): los saldos existentes a noviembre de 1985 de esos títulos se incorporan a la base computable por veinticuatro partes mensuales a lo largo de 1986 y 1987.

(33) Incidentalmente, como los recursos tienen durante el mes un perfil en forma de U (por los arreglos de escaparaté de fin de mes, propios o ajenos), este cambio de base computable tiene un pequeño efecto reductor sobre la incidencia efectiva del coeficiente.

(34) Las cooperativas cumplen su tramo de inversiones especiales sobre datos de fin de mes de activos y pasivos, y el tramo de pagarés sobre datos diarios de activos y de fin de mes de pasivos. Sin embargo se las abre la posibilidad opcional de acogerse, tanto para estos coeficientes como para el de caja, al régimen de los bancos y cajas de ahorros. Ninguna cooperativa ha utilizado esta opción hasta el momento, aunque fueron ellas quienes la solicitaron para evitar las rigideces de un cómputo basado en una sola fecha del mes.

(35) Esta baja tasa de crecimiento de los recursos es consecuencia, en parte, del cambio de base (fin de mes por media mensual), y en parte, del retroceso de los depósitos en la banca, resultante de una masiva conversión de pagarés bancarios en pagarés del Tesoro producida en 1986 por razones fiscales; no es consecuencia de la estacionalidad mensual, al comparar un diciembre con un octubre, pues naturalmente los recursos computables en diciembre son los de noviembre. La incorporación de nuevos recursos a la base computable no tiene una gran incidencia, ya que es compensada por la exclusión instantánea de algunos otros (cuentas públicas, reservas por operaciones de seguros) en enero de 1986.

(36) Para obviar dificultades de empalme entre los antiguos coeficientes y el nuevo, diciembre de 1985 se sustituye por enero de 1986, como fecha aproximadamente representativa de la situación real antes de la reforma del coeficiente. Los datos de diciembre de 1984 presentan algunas discontinuidades con los de las siguientes fechas.

(37) Las cooperativas del asfalto han eludido la suscripción directa de cédulas para inversiones mediante cesiones de fondos del mínimo especial a otras entidades.

(38) El cuadro no comprende el crédito concedido por las cooperativas de crédito. En octubre de 1986 éste ascendía a 3.600 millones de pesetas, o un 3 por 1.000 de todo el crédito a la exportación. De esa cifra, un 77 por 100 era crédito a corto plazo (postfinanciaciones de bienes de consumo y no elaborados).

(39) Es probable que la parte excluida del coeficiente haya generado financiación libre, que no figura en la estadística; ello debe haber amortiguado, en una proporción desconocida, el efecto negativo de la reducción del apoyo oficial.

(40) Las operaciones aseguradas por CESCE (que sí salen de la cartera de la banca en caso de impago), deberían añadirse a las financiaciones privilegiadas, lo que posiblemente menguaría o frenaría el descenso del crédito a largo plazo. En 1985, CESCE asumió 43,9 mil millones de pesetas de créditos en dificultades y recuperó, de los asumidos en años anteriores, 16,1 mil millones; por tanto, su financiación neta al crédito a la exportación fue 27,8 mil millones; en 1984 esa financiación neta ascendió a 30,9 mil millones (cf. CESCE, *Memoria del ejercicio 1985*, págs. 15 y 16); esas cifras reflejan claramente la importancia de la crisis de endeudamiento de los países en vías de desarrollo, y el riesgo en que incurre la economía española al exportar con apoyos financieros no establecidos sobre bases comerciales.

(41) RD 1929/84 de 10-X.

(42) OM 13-1-86.

(43) Ver intervención del Gobernador del Banco de España en la Comisión de Economía del Congreso, de 13 de marzo de 1985, reproducida en Banco de España, *Boletín Económico*, marzo 1985, págs. 9-11.

(44) *Ibid*, pág. 11.