

DEUDA PUBLICA, DESINTERMEDIACION E INNOVACION FINANCIERA

Carlos CONTRERAS GOMEZ (*)

1. INTRODUCCION

LA controversia sobre la capacidad de la política fiscal para estimular el nivel de renta, y el análisis de los diferentes resultados macroeconómicos del déficit público cuando éste se financia con impuestos, con dinero o con deuda, ha centrado esencialmente la reciente investigación sobre los efectos económicos del déficit público.

La atención prestada a los efectos derivados de la necesidad de financiación del déficit público sobre el comportamiento del sistema financiero, en tanto que una parte del sector privado de la economía, o bien como cadena de transmisión de posibles efectos *crowding-out* sobre el resto del sector privado, ha sido comparativamente más escasa. No obstante, existe coincidencia en que la dimensión y los mecanismos de financiación del déficit presentan efectos de muy diversa índole sobre los mercados financieros. Efectos sobre la naturaleza y el nivel de actividad, sobre el saldo y la composición de las cuentas de resultados y sobre el grado de solvencia de los diferentes agentes del sistema financiero.

La literatura sobre los efectos de la financiación del déficit en el caso español se ha centrado preferentemente en el estudio de su influencia sobre las variables macroeconómicas (1), siendo comparativamente más escasos los trabajos sobre sus efectos en el sector financiero (2). Circunstancia que contrasta, en cierto modo,

con el interés que el tema parece despertar en los círculos financieros.

El presente trabajo aborda los efectos que la financiación del déficit del sector público en España en los últimos años ha transmitido sobre los procesos de innovación y desintermediación financiera. En el segundo apartado se comenta la posible influencia del déficit sobre la actividad del sector instituciones financieras al incidir en el volumen de flujos financieros de la economía. Los apartados tercero, cuarto y quinto ofrecen algunos comentarios, referidos al caso español, sobre la influencia de los mecanismos de financiación del déficit en el proceso de innovación financiera, sobre la naturaleza del negocio bancario y sobre el proceso de desintermediación respectivamente. El último apartado está dedicado a destacar algunas conclusiones.

2. FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO, FLUJOS FINANCIEROS Y NIVEL DE ACTIVIDAD DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

Una primera vía por la que el déficit público puede afectar al nivel de actividad de los agentes del sistema financiero es a través de su influencia en el proceso de generación de flujos financieros en la economía.

Consideremos una economía

abierta compuesta por los sectores familias y empresas (3), sector público (4), sector instituciones financieras (5) y sector exterior, cuyas funciones son las tradicionalmente asignadas.

Para cada sector, el nivel de renta generada menos el consumo es igual al ahorro. La diferencia entre el ahorro (o desahorro) y la inversión realizada es su capacidad (+) o necesidad (-) de financiación, y, desde otro punto de vista, ésta será igual a la diferencia en la variación neta de activos y pasivos financieros. De forma que el nivel generado de ahorro más el endeudamiento (o variación neta de pasivos financieros) será igual a la inversión realizada más la financiación concedida (o variación neta de activos financieros).

En el caso de las instituciones financieras, el volumen de variación de activos y pasivos financieros es comparativamente mayor que en el resto de los sectores, precisamente porque su misión consiste en canalizar recursos entre sectores excedentarios y deficitarios. La obtención de financiación de estas instituciones se materializa en un incremento de sus pasivos financieros, y su actividad de colocación en una variación neta de activos financieros, correspondiendo estos flujos consolidados respectivamente a variación de activos y pasivos del resto de los sectores. No obstante, no todo lo que cada sector presta o toma prestado se destina o procede de las instituciones financieras, puesto que son posibles flujos entre los sectores familias y empresas, sector público y sector exterior. Así, las empresas y el sector público, en su tarea de obtención de recursos, pueden recurrir para financiarse alternativamente a las familias, a otras empresas, al sector exterior y a las

CUADRO N.º 1

**ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA A CORTO PLAZO SEGUN
MECANISMO DE COLOCACION
(En porcentaje)**

	1984	1985	1986
En poder del Banco de España	12,2	8,8	7,2
Coficiente de pagarés del tesoro (instituciones financieras)	55,1	35,9	32,8
Deuda a corto plazo fuera de coeficiente	32,7	55,3	60,0
en instituciones financieras	15,1	13,7	1,6
en manos del público (*)	17,6	41,6	58,4
Total deuda a corto plazo	100,0	100,0	100,0

(*) Incluidos saldos de cesión temporal de pagarés del Tesoro al público por el sistema crediticio.
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

instituciones financieras. Y, en consecuencia, sus decisiones afectan al nivel de actividad de estas últimas.

Para cada entidad del sector instituciones financieras la variación de pasivos de un período constituye un indicador del nivel de actividad reflejada en balance, y en un momento del tiempo el *stock* de pasivos financieros es interpretado habitualmente como un *ratio* de dimensión dentro del sector (6).

Un incremento en el saldo deficitario del sector público puede presentar un efecto directo positivo sobre la demanda de activos financieros de las instituciones financieras, si se recurre a éstas para financiarlo; y, por otra parte, si aceptamos que el déficit público puede influir sobre la capacidad / necesidad de financiación del resto de los sectores y sobre el nivel de empleos de la economía afectando a la renta, al consumo, o al nivel de inversión, podrá consecuentemente ocasionar efectos indirectos sobre la actividad de las instituciones financieras.

En relación a los efectos del déficit sobre el volumen de los flujos financieros y sobre la demanda

de activos del sector financiero por el resto de los sectores privados, no existen estudios empíricos disponibles para obtener conclusiones definitivas, aunque es posible destacar algunos hechos:

Durante el período en que se ha producido déficit en nuestro país, la posibilidad para las instituciones financieras de colocar fondos en activos monetarios del sector público posiblemente permitió a éstas mantener el ritmo de captación de recursos ajenos.

Por ejemplo, como media, durante el período 1984-86 se ha mantenido por parte de las instituciones financieras un saldo en pagarés del Tesoro superior al exigido por el coeficiente obligatorio de deuda a corto plazo (7). Así, como media, mantuvieron durante

dicho período el 51 por 100 aproximadamente de los saldos de deuda pública a corto plazo, mientras que el porcentaje correspondiente a saldos retenidos por el coeficiente se situaba en torno al 41 por 100.

Al final del ejercicio 1986 la participación de la deuda a corto plazo, mantenida libremente por estas instituciones, había descendido, sin embargo, por debajo del 2 por 100 como consecuencia del proceso de reducción en la remuneración de los pagarés del Tesoro, producida especialmente a partir de 1985 (cuadro n.º 1).

Por otra parte, durante el período 1980-86, las instituciones financieras mantuvieron como media el 86 por 100 aproximadamente de los saldos vivos de deuda pública, y al finalizar el ejercicio 1986 absorbían más del 85 por 100 de los saldos vivos de deuda pública —algo más del 62 por 100 si descontamos la cesión temporal de activos públicos del sistema crediticio a familias y empresas. (cuadro n.º 2).

Al finalizar el ejercicio 1986 las instituciones financieras (excluyendo el Banco de España) estaban financiando más del 65 por 100 del *stock* total de pasivos financieros del sector público. Y pasaron de financiar como media, en el período 1980-83, el 43 por 100 a hacerlo en un 61 por 100 en el período 1984-86 (cuadro n.º 3).

CUADRO N.º 2

**PARTICIPACION DE LA DEUDA PÚBLICA EN PODER DE
INSTITUCIONES FINANCIERAS (*)
(En porcentaje)**

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
90,0	86,6	83,5	79,1	89,8	87,5	85,3

(*) Sin descontar la cesión temporal de deuda a corto y medio y largo plazo.
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.º 3

PARTICIPACION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO EN PODER DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) (*) (En porcentaje)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
53,0	45,4	39,7	34,1	58,3	59,5	65,4

(*) Sin descontar la cesión temporal de deuda a corto y medio y largo plazo de activos públicos a familias y empresas.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.º 4

ACTIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) FRENTE AL SECTOR PUBLICO (en términos porcentuales de PIB)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Sistema bancario	7,2	7,7	8,6	9,5	21,5	24,9	28,5
Resto instituciones financieras	2,6	2,6	2,5	2,2	2,5	2,8	2,9
Total	9,8	10,3	11,1	11,7	24,0	27,7	31,4

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En términos del PIB, los activos de instituciones financieras frente al sector público pasaron del 10 al 31 por 100, aproximadamente, entre 1980 y 1986, lo que ofrece una idea de la importancia del recurso al sistema financiero en la financiación del déficit público en nuestro país en estos últimos años (cuadro n.º 4).

En este sentido, se ha argumentado que el déficit público puede haber ejercido efectos compensadores sobre el nivel de actividad del sistema bancario, ante fases de atonía privada en la demanda de activos financieros de este sector.

Valorar este argumento requeriría, sin embargo, conocer los efectos que el déficit haya podido significar en la debilidad de la demanda privada de activos bancarios. No existe evidencia empírica

al respecto, aunque los resultados para la economía española tienden a atribuir al déficit efectos en general negativos sobre el nivel de actividad y sobre la demanda de inversión.

Finalmente, en la última fase del período, un factor explicativo de esta atonía privada en la demanda de activos financieros del sistema bancario se debe al incremento en el excedente empresarial, que ha propiciado la autofinanciación.

3. DEUDA PUBLICA Y PROCESO DE INNOVACION

La intensidad con que el sector público ha recurrido para financiarse a la emisión de activos del mercado monetario a partir de 1982, y a la deuda a medio y largo

plazo a partir de 1986, ha presentado, con seguridad, incidencia notable en el funcionamiento del sistema financiero español.

Es difícil, sin embargo, aislar su influencia en el proceso de innovación financiera porque son numerosos los factores que en éste intervienen, presentando interrelaciones importantes, y porque además el déficit público, en sí mismo, presenta efectos contrapuestos sobre este fenómeno.

Por una parte, la necesidad de financiación del déficit condujo a la diversificación de títulos de deuda, lo que estimuló a su vez el desarrollo de instrumentos privados; por otro lado, sin embargo, supuso un freno en el proceso de liberalización; y además la necesidad de colocar pasivos públicos condujo, al menos temporalmente, a la expulsión de instrumentos financieros privados.

Entre los argumentos tradicionalmente citados como causas de innovación financiera destacan:

- El proceso de adaptación de innovaciones producidas en otros mercados.
- La coexistencia de segmentos regulados y libres dentro del mercado financiero, de acuerdo a la «hipótesis de restricción inductora», en el sentido de que las prácticas restrictivas estimulan las innovaciones como forma de escapar a la regulación. Si bien, este tipo de innovación puede ser de carácter tan efímero como rápida la reacción de las autoridades financieras en subsanar las lagunas legales.

- La volatilidad y mayor impredecibilidad de los tipos de interés, tasas de inflación y tipos de cambio, que generan mecanismos financieros de protección contra los riesgos asociados a la incertidumbre, proceso que se traduce en

una elevación de la preferencia del público por la liquidez, un acortamiento de los plazos de las operaciones financieras, la proliferación de operaciones referenciadas con algún índice y la generalización de instrumentos de cobertura.

- El desarrollo de innovaciones tecnológicas en los sistemas de pagos y en los procesos de transmisión y tratamiento de información.
- El incremento general del grado de competencia dentro del sistema financiero, al amparo del proceso de desregulación, y, entre otros,
- Un creciente proceso de internacionalización e integración de mercados financieros a nivel mundial.

Dentro del mercado financiero español cabría destacar, como factores especialmente relevantes en el fenómeno de la innovación, la persistencia de ritmos de inflación elevados y variables, la incidencia de los esquemas impositivos, la coexistencia de segmentos regulados y libres dentro del sistema y la necesidad de financiación del déficit público (8). Esta última causa no es, sin embargo, neutral respecto de las anteriores, y conviene valorar su posible influencia en cada caso.

Por un lado, la necesidad de financiación de un déficit creciente, sin perder de vista la instrumentación de la política monetaria, ha incidido de forma directa en el proceso de innovación en un triple sentido: contribuyendo al desarrollo de nuevos instrumentos, con aportaciones en el desarrollo y perfeccionamiento del mercado monetario, e impulsando el desarrollo de nuevos intermediarios.

En el primer aspecto, es innegable el protagonismo de la figura

del pagaré del Tesoro, activo de financiación del déficit utilizado, hasta la aparición de las letras del Tesoro en el proceso de regulación monetaria, en el desarrollo y consolidación del mercado monetario en España. Ha aportado este instrumento el sistema de suabasta, las anotaciones en cuenta a través de un servicio telefónico, cuya gestión se ha encomendado al banco emisor, y la transmisión sin fedatario público.

De cara al futuro, el mercado de deuda pública en anotaciones contables (9) va a suponer un avance importante en el proceso de sustitución del título-valor, al aplicar el sistema de anotaciones en cuenta, establecido inicialmente para la deuda a corto plazo, a la deuda pública a medio y largo plazo y con rendimiento explícito, lo que va a contribuir a una mayor integración entre los mercados monetarios y de capitales.

En este sentido, existe cierta coincidencia en que el proceso de sofisticación de los mercados financieros en nuestro país ha estado, de hecho, estrechamente vinculado al establecimiento del sistema de anotaciones contables, que facilitan la gestión de activos y mejoran la eficiencia en los servicios de ejecución, compensación y liquidación del mercado monetario.

Desde la perspectiva de su contribución en el *desarrollo de nue-*

vos instrumentos, la aparición del pagaré del Tesoro ha inducido la generación de activos monetarios privados a su «imagen y semejanza», utilizando las prácticas financieras introducidas por el sector público y las ventajas de dichos instrumentos como consecuencia de las lagunas legales en materia fiscal o de coeficientes.

Así, el mercado de pagarés de empresa, instrumento réplica del *commercial paper* introducido en nuestro país por la banca extranjera, hubiera tenido un establecimiento más difícil de no haber contado con un mercado previo de activos monetarios y con un conjunto de intermediarios como el que se había desarrollado en torno a los pagarés del Tesoro. Y del mismo modo, el mercado de pagarés de empresa sirvió de presentación a la figura del pagaré bancario. De esta forma, las instituciones financieras, las empresas no financieras y el sector público compiten entre sí por la captación de recursos.

Por otra parte, el pagaré del Tesoro ha significado la conclusión efectiva del proceso de liberalización de los tipos de interés a corto plazo, antes de su liberalización formal (10). Con apoyo en esta figura se han diseñado estrategias de gestión de tesorería por parte de las empresas, y las instituciones bancarias han ofrecido a los particulares «cuentas

CUADRO N.º 5

**SISTEMA BANCARIO, PARTICIPACION DEL SALDO DE ACREEDORES
POR OPERACIONES DE SEGURO SOBRE TOTAL PASIVOS
(En porcentaje)**

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	1,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.º 6

**PARTICIPACION DE LOS FONDOS PUBLICOS SOBRE EL ACTIVO TOTAL
DE FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA (%)**
(En porcentaje)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
16,5	15,5	25,7	41,8	59,6	54,0	53,6

(*) Valor a coste de adquisición.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

por 100 de los activos de estas instituciones estuvieron materializados en fondos públicos durante el período 1984-86 (cuadro número 6).

Finalmente, dentro de la contribución institucional al mercado inducida por la necesidad de financiación del déficit, la organización del mercado de deuda pública en anotaciones en cuenta —todavía en fase de desarrollo— se apoya esencialmente en la figura del *dealer* de deuda —sociedad gestora de anotaciones que actúa como creadora de mercado—, y en la del «*broker* ciego» o mediador entre negociantes de deuda; en ambos casos figuras nuevas en nuestro panorama financiero.

Estos son algunos de los efectos más o menos directos que el déficit público ha podido presentar sobre el fenómeno de la innovación en el mercado financiero español; sin embargo, ha incidido también de forma indirecta por otras vías.

Por una parte, la necesidad de financiación del déficit ha frenado el proceso de liberalización financiera en nuestro país, retrasando el calendario de reducción de coeficientes de inversión obligatoria, estableciendo otros nuevos —de deuda a corto—, y retrasando también la desregulación de los tipos de interés.

Por otra parte, si la incertidumbre acerca de las tasas de inflación y la volatilidad de los tipos de interés han contribuido positivamente al desarrollo de innovaciones en el terreno financiero, el déficit público no ha sido ajeno a aquellas circunstancias, toda vez que la necesidad de financiación del sector público aumenta las dificultades para mantener la disciplina monetaria.

Desde otra perspectiva, si la co-

de activos financieros», con cobertura esencialmente de este activo financiero emitido por el sector público.

Del mismo modo, el resquicio legal respecto de la información fiscal de determinadas operaciones financieras estimuló la demanda de seguros con prima única y vencimiento a más de cinco años —que se convirtieron en refugio de dinero negro después de la Ley 14/85 (11). Y de igual modo se desarrollaron diferentes modalidades bancarias de planes de jubilación y otros seguros. Estas operaciones presentan también como cobertura títulos emitidos por el sector público (cuadro n.º 5).

Por otra parte, las expectativas de puesta en funcionamiento del nuevo mercado de deuda pública a medio y largo plazo en anotaciones en cuenta estimularon de forma notable, incluso antes de su regulación, las operaciones de cesión temporal de deuda.

En otro orden de cosas, la existencia de un mercado suficientemente amplio de activos financieros a medio y largo plazo, de elevada liquidez y sin riesgo emisor, como el que persigue el nuevo mercado de deuda del Estado en anotaciones en cuenta, constituye una base necesaria para el desarrollo de mercados de futuros financieros, instrumentos de cobertura que nuestro mercado precisa. Y finalmente, la regulación de este

mercado introduce la figura embrionaria de las opciones, con el establecimiento de operaciones con pacto de recompra a la vista.

Desde el punto de vista del *impulso institucional*, el pagaré del Tesoro ha sido decisivo en la aparición de sociedades mediadoras del mercado de dinero (SMMDs) y en el desarrollo de *brokers* del mercado monetario.

Del mismo modo, y por lo que respecta a las instituciones de inversión colectiva, ha contribuido la figura del pagaré del Tesoro a la expansión de los fondos de dinero bajo la forma de fondos de inversión mobiliaria —y más recientemente bajo la forma de fondos de inversión en activos del mercado monetario. Así, una parte significativa de los FIMs han sido realmente fondos de dinero y han tenido materializado su patrimonio mayoritariamente en pagarés del Tesoro, al menos en tanto la remuneración de este instrumento ha sido atractiva.

En otro orden de cosas, especialmente a partir de 1986, algunos fondos de inversión sirvieron de instrumento provisional para la oferta de planes de jubilación, ante la inminente regulación de los fondos de pensiones. En estos casos, las carteras de estas instituciones de inversión colectiva estuvieron también invertidas en fondos públicos en buena parte. Como consecuencia, aproximadamente el 56

existencia de segmentos regulados y libres dentro del mercado y las modificaciones en los esquemas impositivos generan un determinado tipo de innovación —innovación de alto riesgo por el elevado ritmo de obsolescencia de los productos—, tampoco el déficit ha sido neutral respecto de los mencionados factores.

Desde el punto de vista de la política monetaria, las autoridades se vieron compelidas a incrementar de forma sucesiva el nivel del coeficiente de caja y su base de cómputo, al objeto de compensar los efectos expansivos del sector público sobre la liquidez. En este sentido, la elevación en el coeficiente estimula el proceso de innovación de instrumentos, al hacer más atractiva la creación de pasivos no sometidos a coeficientes por parte de las instituciones financieras. Así, las entidades sujetas al coeficiente se han financiado, en tanto ha sido posible, con pasivos no sometidos al mismo.

Finalmente, la necesidad de incrementar los ingresos fiscales del sector público, así como de colocar con facilidad pasivos financieros de este sector, requirió la modificación sucesiva de los esquemas impositivos, intentando cerrar posibilidades de ocultación fiscal. Tal circunstancia se tradujo en que, a pesar del impulso públi-

co al proceso privado de innovación en instrumentos, ya señalado, la competencia entre activos financieros públicos y privados ha tendido a desplazar estos últimos. Así, las autoridades financieras han ofrecido un tratamiento fiscalmente diferente a los activos públicos utilizados en la financiación del déficit que a los pasivos emitidos por el sector privado, restando atractivo a los nuevos instrumentos financieros de este último sector. En este sentido, en la Ley 14/85, de régimen fiscal de determinados activos financieros, los activos privados quedaban sometidos a la retención fiscal general y a la obligación de información a la Administración tributaria, o bien a un régimen de opacidad fiscal penalizado por una retención en origen del 45 por 100; en tanto los pagarés del Tesoro mantenían una posición privilegiada de opacidad fiscal sin retención.

La prima fiscal y la opacidad aseguraron inicialmente una fuerte demanda de activos públicos destinados a financiación del déficit, al tiempo que debilitaron extraordinariamente al mercado privado de pagarés bancarios, y especialmente de pagarés de empresa. Tanto la imposición de un coeficiente obligatorio de deuda a corto para las entidades de depósito como el diferente tratamiento fis-

cal contenido en la Ley 14/85 perseguían, entre otros objetivos, intentar una reducción simultánea del coste de regulación monetaria y de financiación a corto del déficit público, y se produjo, de hecho, un acelerado descenso de los tipos de remuneración de los PTs. Como consecuencia, determinados activos privados recuperaron durante 1986 su atractivo, reduciéndose así el proceso de expulsión de instrumentos cuasiliquidos privados. El cuadro n.º 7 recoge la evolución comparada de estos instrumentos alternativos en el mercado monetario.

4. EFECTOS SOBRE LA NATURALEZA DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

La reacción de las instituciones financieras, y más concretamente del sistema bancario, ante el proceso de innovación ha significado cambios importantes en la naturaleza de la actividad de este sector.

Desde la perspectiva de la actividad de captación de recursos, por ejemplo, el sector bancario ha preferido competir con los «pasivos no intermediados», aceptando reducciones en su margen de intermediación antes que observar reducciones superiores en su volumen de actividad. Así, se ha financiado este sector progresivamente con recurso a la emisión de títulos negociables —bonos de caja, bonos de tesorería, títulos hipotecarios—, mediante operaciones de cesión temporal de activos y operaciones de seguros, así como a través de nuevas modalidades de depósitos a plazo —efectos de propia financiación, pagarés bancarios, etcétera.

Como consecuencia, estos «nuevos mecanismos de captación

CUADRO N.º 7

PARTICIPACION RELATIVA POR INSTRUMENTOS SOBRE EMISIONES NETAS DEL MERCADO MONETARIO (En porcentaje)

	1982	1983	1984	1985	1986
Pagarés del Tesoro	10,1	53,1	234,4	84,5	57,2
Pagarés de empresa	1,7	3,6	31,7	0,4	20,2
Total (*)	100	100	100	100	100

(*) Incluye además bonos de caja, bonos de tesorería, obligaciones subordinadas y títulos hipotecarios.

CUADRO N.º 8

**PARTICIPACION DE "NUEVOS MECANISMOS DE FINANCIACION"
SOBRE LOS PASIVOS DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentaje)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Determinados depósitos a plazo (*)	7,2	6,6	7,9	10,3	13,8	10,7	7,0
Otros pasivos líquidos (**)	1,7	1,7	2,5	3,3	4,9	8,9	13,4
Total	8,9	8,3	10,4	13,6	18,7	19,6	20,4

(*) Certificados de depósito, efectos de propia financiación y pagarés bancarios.

(**) Bonos de caja, bonos de tesorería, títulos hipotecarios, y operaciones de seguro y cesiones temporales de activos.

Fuente: Banco de España y elaboración propia

de pasivos financieros para el total de la economía, ha pasado del 8 al 38 por 100 aproximadamente entre 1980 y 1986. El avance más importante, en este sentido, ha correspondido al sector público, que pasó de absorber por la vía de las emisiones el 3 por 100, aproximadamente, de la variación de pasivos globales en 1980 a hacerlo en un 26 por 100 en 1986. El avance correspondiente a las empresas no financieras ha sido comparativamente menor (cuadros números 9 y 10).

Si consideramos el destino de los flujos, los pasivos interiores «no intermediados» —pasivos del sector público y de las empresas no financieras frente a familias y empresas— no puede decirse que, en términos de PIB, hayan alcan-

de recursos» han pasado de suponer un 9 por 100 aproximadamente del total de pasivos del sistema bancario a representar en 1986 más de un 20 por 100 (cuadro n.º 8).

Asimismo, este sector ha reaccionado ampliando su marco de actividad a la prestación de servicios de aseguramiento y colocación de pasivos financieros emitidos por empresas y sector público; circunstancia que se ha traducido en un incremento de la importancia relativa de los ingresos por comisiones y por intermediación dentro de la cuenta de resultados.

5. FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO Y PROCESO DE DESINTERMEDIACION

El sistema financiero español ha mostrado tradicionalmente un elevado peso de la intermediación del sector bancario en el total de flujos financieros de la economía y, consiguientemente, una escasa participación de los mercados de instrumentos negociables.

En los últimos años, sin embargo, el recurso del sector pú-

blico y de las empresas no financieras a la emisión de títulos se ha elevado de forma importante. Así, la participación de la emisión de títulos por parte de estos dos sectores, en términos de variación

CUADRO N.º 9

**PARTICIPACION DE LAS EMISIONES DE TITULOS DEL SECTOR PUBLICO Y DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EN LOS PASIVOS FINANCIEROS TOTALES DE LA ECONOMIA
(En porcentaje)**

Por instrumentos	1980	1986
Mercado monetario	0,5	10,1
Renta fija (*)	5,1	20,5
Renta variable	2,8	7,4
Total	8,4	38,0

(*) Renta fija negociable y no negociable.

Fuente: Banco de España y elaboración propia

CUADRO N.º 10

**PARTICIPACION DE LAS EMISIONES DE TITULOS DEL SECTOR PUBLICO Y DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EN LOS PASIVOS FINANCIEROS TOTALES DE LA ECONOMIA
(En porcentaje)**

Por sectores emisores	1980	1986
Sector público	3,5	26,0
Empresas no financieras	4,9	12,0
Total	8,4	38,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.º 11

**PASIVOS INTERIORES «NO INTERMEDIADOS» (en términos de PIB)
(En porcentaje)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Pasivos del sector público (1)	1,1	1,5	2,0	3,7	3,1	4,3	5,4
Pasivos de las empresas no financieras (1) (2)	1,0	1,4	2,2	2,1	3,4	3,9	6,4
Total	2,1	2,9	4,2	5,8	6,5	8,2	11,8

(1) Activos de empresas y familias.

(2) No se conoce el *stock* en circulación de acciones emitidas por empresas no financieras en poder de familias y empresas, y en consecuencia no está incluido.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

zado cifras muy elevadas, aunque el ritmo de su participación se ha elevado también de forma notable, pasando del 2 al 12 por 100 aproximadamente entre 1980 y 1986. En concreto, ha correspondido al sector público una evolución del 1,1 al 5,4 por 100. Cabe concluir, pues, que el proceso de desintermediación financiera en la economía española ha alcanzado niveles relativamente modestos, debiendo destacarse, sin embargo, la participación del sector público en dicho proceso (cuadro n.º 11).

Por otra parte, debe señalarse que no ha sido éste un proceso de «desintermediación pura», toda vez que el sector bancario, aprovechando su red comercial, ha participado como protagonista en la colocación de emisiones públicas y privadas, bien intermediando como *dealer*, o bien como simple comisionista.

En cualquier caso, el mayor recurso del sector público al sector familias y empresas, como mecanismo de financiación del déficit, y por otra parte un mayor recurso de las empresas al sector familias y a otras empresas (12) ha significado una disminución relativa del nivel de actividad de captación y colocación de las instituciones financieras.

Así, desde la perspectiva de la actividad de colocación o de inversión financiera, los efectos combinados de la desintermediación pública y privada han propiciado que el conjunto de instituciones financieras perdiera en los últimos años más de 16 puntos de participación en los pasivos financieros del sector familias y empresas. En efecto, si en 1980 más del 82 por

100 de los saldos deudores de las familias y las empresas no financieras habían sido prestados por instituciones financieras —bajo diferentes instrumentos— este porcentaje se situaba en torno al 66 por 100 en 1986 (cuadro n.º 12).

Por lo que respecta a la actividad de captación, las instituciones financieras perdieron igualmente en los últimos años más de 15 puntos de participación en los activos financieros del sector familias y empresas. Así, si en 1980 las instituciones financieras mantenían en torno al 87 por 100 de los saldos que las familias y las empresas tenían prestado, en 1986 este porcentaje se había reducido al 72 por 100 aproximadamente (cuadro n.º 13).

Conviene, sin embargo, considerar con precaución las estimaciones apuntadas sobre el proceso de desintermediación, puesto que en la información estadística utilizada se consideran como insti-

CUADRO N.º 12

**PARTICIPACION DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) EN LOS PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS
(En porcentaje)**

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
82,5	80,5	76,3	73,8	69,9	68,3	66,2

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.º 13

**PARTICIPACION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) EN LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS
(En porcentaje)**

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
87,1	86,3	82,0	79,9	79,4	77,2	71,6

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

tuciones financieras el sistema crediticio (instituciones financieras públicas y sistema bancario, en el que hay que incluir banca privada, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) y dentro de otras instituciones financieras a sociedades mediadoras del mercado monetario y compañías de seguros. Sin embargo, sociedades de *leasing*, sociedades de crédito hipotecario, instituciones de inversión colectiva (como fondos de inversión mobiliaria y de inversión de activos del mercado monetario o sociedades de inversión mobiliaria) y otro tipo de entidades del sector financiero están incluidas dentro del sector empresas no financieras.

En todo caso, es preciso señalar también que el sector bancario ha liderado en buena medida este movimiento, en un intento de «intermediar la desintermediación». Así, la mayoría de las sociedades de crédito hipotecario en la economía española son sociedades filiales de entidades de depósitos. Estas han sido constituidas aprovechando, en el caso de las cajas de ahorros, las diferencias en cuanto a coeficientes obligatorios y porque esta figura les permitía salvar las restricciones geográficas a que están sometidas; y en el caso de los bancos las SCHs han sido utilizadas como fórmula para poder emitir cédulas hipotecarias, instrumento de captación que ha gozado de gran aceptación, y al que no tienen acceso directo estas instituciones.

Del mismo modo, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva están en su mayoría vinculadas a entidades bancarias, y lo mismo sucede con una parte de las sociedades de *leasing*.

Diversos bancos, por su parte, han creado dentro de sus grupos financieros sociedades de inter-

mediación, con o sin «vinculación de marca», o participan en *brokers* y *dealers* del mercado monetario, y más recientemente en las entidades mediadoras entre negociantes de deuda pública.

Ahora bien, en la última etapa este proceso de desintermediación está siendo cada vez cualitativamente menos capitalizado por el sistema crediticio; han surgido sociedades gestoras de patrimonio y de instituciones de inversión colectiva independientes, han proliferado sociedades instrumentales de agentes de cambio, y otros intermediarios no sujetos a estatutos, independientes de entidades de crédito.

6. CONCLUSIONES

La necesidad de financiación del déficit público, que en la economía española se puso de manifiesto en la última parte de la década de los setenta y se agudizó en los primeros años de los ochenta, ha incidido de forma significativa sobre los procesos de innovación y desintermediación financiera, y consecuentemente sobre la naturaleza y el nivel de la actividad de las instituciones financieras.

En ocasiones se ha argumentado que el déficit público ha ejercido efectos compensadores sobre la actividad del sector bancario en momentos de atonía privada de demanda de sus productos. La experiencia demuestra, de hecho, que las instituciones financieras han financiado libremente al sector público por encima de los requerimientos derivados de los coeficientes obligatorios; sin embargo, no existe disponibilidad suficiente de resultados cuantitativos sobre los efectos indirectos que el déficit haya podido ejercer sobre la demanda privada de

activos y pasivos financieros bancarios como para concluir algo definitivo sobre los efectos netos de este factor en el nivel de actividad del sector bancario.

Por lo que respecta al proceso de innovación, el déficit público ha presentado efectos contrapuestos. La necesidad de su financiación sin perder de vista la instrumentación de la política monetaria ha contribuido, por un lado, de forma positiva al desarrollo y consolidación de los mercados monetarios, y va a facilitar la integración de los mercados monetarios y de capitales. Merecen ser destacadas las aportaciones derivadas de la intervención pública en los mercados financieros tanto desde el punto de vista de los instrumentos como de los mecanismos de ejecución, transmisión y compensación. Indirectamente, además, ha contribuido a la aparición de nuevos instrumentos financieros privados y ha impulsado determinados intermediarios e instituciones financieras.

Por otra parte, ha incidido negativamente sobre la innovación, en la medida en que ha frenado el proceso de liberalización, retrasando el calendario de reducción de coeficientes obligatorios y demorando la desregulación de los tipos de interés. Además, la necesidad de colocación de pasivos financieros públicos ha tendido a desplazar del mercado, al menos temporalmente, a instrumentos financieros privados por la vía de conceder privilegios fiscales a los activos públicos.

Indirectamente, el déficit público ha estimulado innovaciones financieras que responden a la necesidad de protección contra la incertidumbre, como resultado de sus efectos negativos sobre la disciplina en la instrumentación de la política monetaria, y por tanto

sobre la volatilidad de la inflación y los tipos de interés.

Por otra parte, ha contribuido a un determinado tipo de innovación financiera, por su influencia sobre la evolución de las restricciones legales y de los coeficientes, así como por sus efectos en los cambios producidos en los esquemas impositivos. Este tipo de innovaciones presenta un riesgo elevado para los agentes que participan en los mercados en que se negocian, como consecuencia del rápido ritmo de obsolescencia de los productos generados por estas causas, en un marco de constante revisión de la normativa legal.

Desde la perspectiva del proceso de desintermediación, el saldo de los «pasivos no intermediados» en la economía española se ha incrementado progresivamente, hasta alcanzar en 1986 una participación en torno al 12 por 100 en términos de PIB; en concreto, los saldos de este tipo correspondientes a pasivos emitidos por el sector público han multiplicado aproximadamente por cinco su participación en términos de PIB entre 1980 y 1986.

Como consecuencia del mayor recurso de los sectores empresas no financieras y sector público al sector familias y empresas —esencialmente a través de la emisión de títulos— las instituciones financieras han visto reducido el nivel relativo de su actividad de colocación y captación de recursos. Así, su participación en los activos y pasivos financieros del sector familias y empresas se ha reducido, respectivamente, en 16 y 15 puntos porcentuales entre 1980 y 1986.

NOTAS

(*) Esta versión se ha beneficiado de las sugerencias de C. Cuervo-Arango, y E. Fernández a la versión preliminar, aunque lógicamente todos los errores que puedan subsistir son de exclusiva responsabilidad del autor.

(1) Ver por ejemplo, Mauleón I. y Pérez, J. (1985), Viñals J. (1985), Raymond J. (1985) y Repullo R. (1986) entre otros.

(2) Algunos artículos de interés sobre el tema pueden ser encontrados en Valle V. (1982), Alvarez Rendueles, J.R. (1982 y 1985), Lopez Roa A. L. (1984), Tornos I. (1984), Ortega R. (1985 y 1987), Ariztegui J. (1985), Toribio J. J. (1985), y Ariztegui, J. y Fernández, E. (1987) entre otros.

(3) Las familias son unidades consumidoras y principales generadoras de ahorro y las empresas llevan a cabo los procesos privados de producción e inversión. En la información utilizada del Banco de España este sector presenta carácter residual; en él se hacen figurar como activos / pasivos los pasivos / activos de otros sectores respecto al mismo, lo que implica la consolidación de movimientos internos del sector (excepto para los flujos de títulos) y la acumulación de todas las limitaciones y errores de estimación incurridos en la elaboración de las cuentas.

(4) El sector público tiene esencialmente la función de redistribución de renta y producción de bienes públicos. El concepto utilizado corresponde al ámbito de las administraciones públicas (Administración central, corporaciones locales y seguridad social). Una consecuencia importante de esta elección es que no se con-

solidan las cuentas financieras del Estado y del Banco de España —como por ejemplo se hace en Ariztegui y Fernández (1987)—, en consecuencia no quedan incluidos en el concepto de «deuda pública a corto plazo» aquellos instrumentos emitidos con fines de regulación monetaria —por ejemplo CRMs.

(5) Las instituciones financieras consideradas son las que se integran en el sistema crediticio (instituciones públicas y sistema bancario) y otras instituciones (incluyendo sociedades mediadoras del mercado monetario y compañías de seguros, y excluyendo compañías de financiación, sociedades de inversión colectiva y sociedades de créditos hipotecarios entre otras).

(6) No se considera la actividad «fuera de balance», que constituye un área de actividad bancaria de creciente importancia.

(7) En junio de 1984 se crea un coeficiente de deuda pública a corto plazo para bancos y cajas de ahorros que se fija inicialmente en el 12 por 100 de los pasivos computables en el coeficiente de caja y debe materializarse en la adquisición en firme o con pacto de recompra de pagarés del Tesoro (R.D. Ley 6/1984, R.D. 1142/1984, y Circular del Banco de España 23/1984). En febrero de 1985 este coeficiente se reduce en un punto, para situarse, desde octubre del mismo año, en el 10 por 100 (R.D. 215/1985).

(8) Algunos comentarios relativos al caso español pueden ser encontrados en el *Informe Anual del Banco de España* 1981, así como en Gutiérrez, F. (1987) y Fernández, E. y Ariztegui, J. (1987).

(9) Regulado en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, Orden Ministerial de 19 de mayo

y circulares del Banco de España n.º 16/1987, n.º 20/1987, n.º 21/1987 y n.º 22/1987.

(10) Contenida en la Orden Ministerial de 3 de marzo de 1987.

(11) El Real Decreto 2529/1986, de 5 de diciembre, acabó con la posición privilegiada derivada de la opacidad fiscal relativa de este tipo de operaciones, al regular la declaración anual que los empresarios y profesionales deben prestar a la Administración tributaria, que incluye las operaciones con prima única.

(12) Independientemente del proceso de autofinanciación empresarial.

REFERENCIAS

- ALVAREZ RENDUELES, J. R. (1982), «Consecuencias financieras del déficit», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 10, FIES.
- ALVAREZ RENDUELES, J. R. (1985), «Política monetaria y déficit público», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 23, FIES.
- ARIZTEGUI, J. (1985), «La Liberalización de los Mercados Financieros y el Déficit Público», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA n.º 23, FIES.
- ARIZTEGUI, J., y FERNÁNDEZ, E. (1987), «Necesidad de financiación, operaciones financieras y coste del pasivo de Estado y del Banco de España», *Boletín Económico*, febrero 1987, Banco de España.

BANCO DE ESPAÑA. Informes Anuales.

CONTRERAS, C. (1986), «El comportamiento de las Cajas de Ahorros en un contexto de elevado déficit público», investigación financiada por la Fundación FIES.

FANJUL, O., y MARAVALL, F. (1985) «La eficiencia del sistema bancario español», Alianza Universidad.

FERNÁNDEZ, E., y ARIZTEGUI, J. (1987), «Cambios recientes en la organización y regulación de los mercados de capitales», *Boletín Económico del Banco de España*, junio 1987.

GUTIÉRREZ, F. (1987), «La innovación financiera en España», *Boletín Económico del Banco de España*, mayo 1987.

JAO, Y. C. (1985), «Theories and Policy Implications of Financial Innovations», *Discussion Paper*, n.º 59, Department of Economics, University of Hong Kong.

LOPEZ ROA, A. L. (1984) «El déficit público y el sector financiero privado», *Hacienda Pública*, n.º 88, Instituto de Estudios Fiscales.

MAULEON, I., y PEREZ, J. (1985) «Interest Rate Determinant and Consequences for Macroeconomic Performances in Spain», *Documentos de Trabajo*, 8420 Banco de España.

ORTEGA R. (1985), «La financiación del déficit público y su incidencia sobre el sistema financiero», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 23, FIES.

— (1987), «La situación económica española y el sistema financiero», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre Sistema Financiero*, n.º 17, FIES.

PÉREZ, J. (1975), «Un Modelo para el Sector

Financiero de la Economía», Serie Azul, Banco de España.

RAYMOND, J. (1985), «El Saldo Presupuestario Contingente y Estructural en España», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 23, FIES.

REPULLO, R. (1986), «Déficit, deuda pública e inflación: aspectos teóricos y aplicación al caso español», Servicio de Estudios Banco de España.

SILBER, W. A. (1975), «Toward a Theory of Financial Innovation», en *Financial Innovation*, Lexington Books.

— (1983), «The Process of Financial Innovation», *American Economic Review*, 73.

TORIBIO, J. J. (1985), «Déficit público y estructura del sistema financiero», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 23, FIES.

TORNOS, I. (1982), «La financiación del déficit, el ahorro y los tipos de interés», *Hacienda Pública*, n.º 74, Instituto de Estudios Fiscales.

— (1984), «Las Repercusiones Monetarias y Financieras del Déficit Público», *Hacienda Pública*, n.º 88.

TRUJILLO, J. A. y CUERVO C. (1985), «El sistema financiero español», Ariel Economía.

VALLE V. (1982), «Consecuencias financieras del déficit», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 10, FIES.

VINALS, J. (1985), «El Déficit Público y sus Efectos Macroeconómicos; Algunas Reconsideraciones», *Documento de Trabajo*, n.º 8504, Banco de España.

WILLIAMSON, S. (1986), «Increasing Returns to Scale in Financial Intermediation and the Non-Neutrality of Government Policy», *Review of Economics Studies* LIII, 863-875.